

**As combinações de negócios efetuadas pelas empresas europeias e os fatores
determinantes dos seus níveis de divulgação**

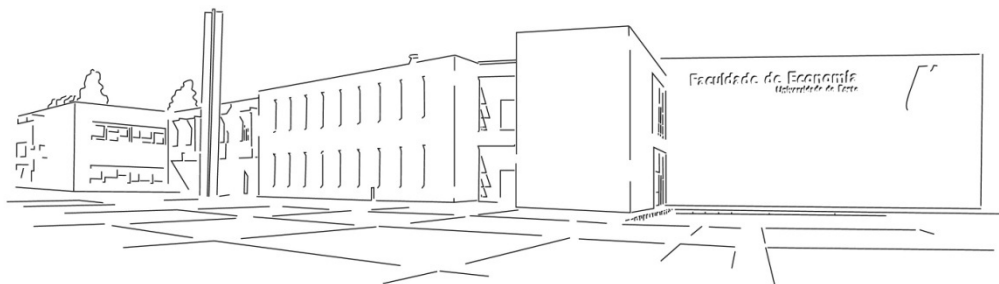
Jorge Fernando Duarte Torres

Tese de Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientador: Prof. Dr. Rui Manuel Pinto Couto Viana

Faculdade de Economia da Universidade do Porto

Setembro de 2015



Nota biográfica do autor

O autor da presente dissertação, Jorge Fernando Duarte Torres, nasceu no concelho do Porto a 26 de Abril de 1989. Após a formação básica e secundária realizadas no concelho de residência (Maia), ingressou na Licenciatura em Gestão na Faculdade de Economia da Universidade do Porto no ano letivo de 2007-2008. Terminado o primeiro ciclo de estudos universitários em 2011, com média de 16 valores, entrou imediatamente no mercado de trabalho para a área de auditoria financeira, onde esteve cerca de 2 anos.

Dado o interesse nas temáticas contabilísticas, o autor decidiu candidatar-se ao Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão no ano letivo de 2013-2014. No que diz respeito à parte curricular do Mestrado, a mesma foi terminada em Janeiro de 2015, com uma média de 18 valores.

Em termos profissionais, após uma breve passagem pela área da fiscalidade numa grande empresa nacional, decidiu abraçar o desafio de pertencer a uma grande firma mundial de artigos de desporto, em meados de 2015, para desempenhar funções na área da contabilidade, cargo no qual se encontra atualmente.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer imenso o apoio e a disponibilidade sempre demonstrados pelo meu orientador, Professor Doutor Rui Manuel Pinto Couto Viana. As suas observações, opiniões, sugestões e conselhos foram elementos fundamentais para a concretização da presente dissertação.

Em segundo lugar, uma palavra especial para os meus pais, os quais estiveram sempre ao meu lado nos momentos mais difíceis destes 2 anos. O suporte familiar foi crucial para a concretização da dissertação. Em terceiro lugar, gostaria de reconhecer a importância dos meus amigos Ricardo Pereira e Gabriel Meireles, os quais foram indispensáveis em termos motivacionais e no apoio à concretização do estudo empírico.

Resumo

No contexto das divulgações obrigatórias exigidas pelo normativo contabilístico internacional sobre os processos de concentração empresarial, a presente dissertação pretendeu averiguar se as grandes empresas europeias cumprem com as disposições constantes nos parágrafos da *IFRS 3*: As empresas apresentam índices de divulgação semelhantes? Quais os fatores determinantes dos níveis de divulgação?

Para realizar o estudo empírico, foi utilizada uma amostra correspondente a 200 processos de concentração empresarial constantes na base de dados “*Zephyr*”. Tendo como período em análise os anos de 2010 a 2014, foram considerados os processos cuja empresa adquirente fosse uma empresa cotada nos principais mercados acionistas europeus. Para a obtenção dos dados das empresas, foram retirados os seus relatórios e contas dos sítios oficiais na internet.

Em primeiro lugar, foi construído um índice de divulgação a partir dos parágrafos divulgativos da *IFRS 3*. Na sua construção, foi tida em consideração a exigência dos conteúdos a divulgar. De seguida, foi concebido um modelo de regressão linear múltipla. Neste, o índice de divulgação obtido inicialmente foi constituído como variável dependente, sendo os fatores idiossincráticos, industriais, geográficos e normativos respeitantes à empresa adquirente constituídos como variáveis explicativas.

O índice de divulgação médio observado foi de 72,67%, com uma grande variabilidade de valores obtidos (14,29%-100%). Em termos gerais, podemos concluir que mesmo as grandes empresas europeias cotadas não cumprem totalmente com as exigências de divulgações obrigatórias da *IFRS 3*.

As variáveis referentes à dimensão da empresa adquirente e à relevância da aquisição na sua estrutura de balanço foram consideradas estatisticamente significativas. As variáveis respeitantes à rentabilidade e à origem geográfica da empresa adquirente apenas apresentaram significância estatística na ausência da variável respeitante ao auditor. Tanto a autonomia financeira, como o potencial de crescimento e o setor de atividade da empresa adquirente não apresentaram uma relação com o índice de divulgação.

O coeficiente de determinação do modelo desenvolvido apresentou um valor de 12,1% (R^2 ajustado), o que significa que os fatores e as variáveis estudadas explicam apenas uma pequena parte das variações no índice de divulgação.

Abstract

In the context of mandatory disclosures required by international accounting standards on business combinations, the present essay intended to find out whether the large European companies comply with the contents of *IFRS 3*: Have companies similar disclosure levels? What are the determinants of disclosure levels?

To carry out the empirical study, it was used a sample of 200 processes contained in database “Zephyr”. The period analyzed were the years between 2010 and 2014 and they were only considered the cases where the acquiring company was listed on the main European stock markets. To obtain the data from the companies, their Annual Reports on the official sites were taken.

First, we built a disclosure index from the paragraphs of *IFRS 3*. In its creation, it was taken into account the complexity of the disclosure contents. Then, it was designed a multivariate linear regression model. The obtained disclosure index was established as the dependent variable. The company, industry, country and audit factors related to the acquiring company were considered the explanatory variables.

The average disclosure rate was 72.67%, with a large variation of values (14.29%-100%). Overall, we can conclude that even large listed European companies do not comply totally with the disclosure mandatory requirements of *IFRS 3*.

The variables related to the size of the acquiring company and the weight of the acquisition on its balance sheet structure were considered statistically significant. The profitability and the geographical origin of the acquiring company were only statistically significant in the absence of the auditor variable. The financial autonomy, the growth potential and the industry of the acquiring company did not have an association with the disclosure index.

The adjusted R-squared of Model 4 (developed model) was 12,1%, which means that the factors and variables used in this essay explain only a small portion of the changes in the disclosure index.

Índice

1. Introdução	1
2. Normalização contabilística	4
2.1. O conceito de concentração de atividades empresariais	4
2.1.1. Introdução	4
2.1.2. Breve enquadramento normativo	7
2.1.3. <i>PPA</i>	10
2.2. A evolução do normativo contabilístico internacional	13
2.2.1. As concentrações de atividades empresariais antes da <i>IFRS 3</i>	13
2.2.2. O impacto da adoção da <i>IFRS 3</i> (2005)	15
2.2.3. O impacto da revisão da <i>IFRS 3</i> (2009)	16
2.2.4. As consequências das alterações no normativo contabilístico	19
2.2.5. A Nova Diretiva Europeia da Contabilidade (Diretiva 2013/34/UE)	21
3. Revisão de literatura e estudos empíricos	23
3.1. As motivações inerentes às concentrações de atividades empresariais	23
3.1.1. Incentivos relacionados com a remuneração dos gestores	24
3.1.2. Incentivos relacionados com os aspetos operacionais e financeiros	27
3.2. O cumprimento das divulgações obrigatórias	31
3.2.1. O cumprimento das normas de divulgação e os seus fatores determinantes	31
3.2.2. As divulgações exigidas pela <i>IFRS 3</i> e a sua complexidade	35
3.2.3. Os estudos sobre o cumprimento das divulgações exigidas pela <i>IFRS 3</i>	37
4. Estudo empírico	40
4.1. Objetivos do estudo	40
4.2. Amostra do estudo	41
4.3. Metodologia do estudo	43
4.3.1. Variável dependente: Índice de divulgação	44
4.3.2. Variáveis Explicativas	46
4.3.2.1. Fatores Idiossincráticos	46

4.3.2.2. Fatores Industriais	53
4.3.2.3. Fatores Geográficos	56
4.3.2.4. Fatores Normativos	58
4.3.3. Quadro-Resumo das Variáveis Explicativas	59
5. Resultados	61
5.1. Análise descritiva dos dados	61
5.2. Análise univariada	72
5.3. Análise multivariada	74
5.3.1. Fase 1 (Fatores Idiossincráticos) – Modelo Simples	75
5.3.2. Fase 2 (Fatores Industriais)	77
5.3.3. Fase 3 (Fatores Geográficos)	77
5.3.4. Fase 4 (Fatores Normativos) – Modelo Desenvolvido	78
5.3.5. Testes de Robustez	80
5.3.6. Conclusões prévias	81
6. Conclusões	86
7. Investigação futura	89
8. Referências bibliográficas	90
9. Anexos	95
9.1. Anexo 1 - Processos analisados	95
9.2. Anexo 2 – Parágrafos da <i>IFRS</i> 3 analisados e pontuação atribuída	98
9.3. Anexo 3 - Folha de recolha dos dados relativos às variáveis explicativas	101
9.4. Anexo 4 – Índice de divulgação dos parágrafos aplicáveis	102
9.5. Anexo 5 - Teste de White (Hipótese de Heterocedasticidade)	103
9.6. Anexo 6 – Testes de robustez	104

Índice de Imagens e Quadros

Imagem 1 – O processo de alocação do preço de aquisição	27
Imagem 2 – Análise univariada	72
Imagem 3 – Fase 1 (fatores idiossincráticos)	75
Imagem 4 – Fase 2 (fatores industriais)	77
Imagem 5 – Fase 3 (fatores geográficos)	78
Imagem 6 – Fase 4 (fatores normativos)	79
Quadro 1 – Concentração de atividades empresariais / Aquisição de ativos	5
Quadro 2 – Evolução do mercado de aquisições e fusões na Europa	6
Quadro 3 – Fusões e aquisições na Europa, em 2009	6
Quadro 4 – Variáveis explicativas (resumo)	59
Quadro 5 – Setor de atividade (observações)	61
Quadro 6 – Setor de atividade (índice de divulgação médio)	62
Quadro 7 – Origem geográfica (observações)	63
Quadro 8 – Origem geográfica (índice de divulgação médio)	63
Quadro 9 – Auditor (observações)	64
Quadro 10 – Auditor (índice de divulgação médio)	64
Quadro 11 – Ano da aquisição (observações e índice de divulgação médio)	65
Quadro 12 – Participação adquirida (observações e índice de divulgação médio)	65
Quadro 13 – Dimensão da empresa adquirente (índice de divulgação médio)	66
Quadro 14 – Relevância da aquisição (índice de divulgação médio)	66
Quadro 15 – Rentabilidade e Autonomia Financeira (índice de divulgação médio)	67
Quadro 16 – Potencial de crescimento (índice de divulgação médio)	68
Quadro 17 – Variáveis explicativas não binárias (quadro geral)	68
Quadro 18 – Comparação entre estudos empíricos	86

Lista de Siglas

CEO – *Chief Executive Officer*
EFRAG – *European Financial Reporting Advisory Group*
FASB – *Financial Accounting Standards Board*
IAS – *International Accounting Standards*
IASB – *International Accounting Standards Board*
ICB – *International Classification Benchmark*
IFRS – *International Financial Reporting Standards*
PBV – *Price-Book Value*
PER – *Price-Earnings Ratio*
PPA – *Purchase Price Allocation*
UE – *União Europeia*

1. Introdução

A presente dissertação pretende estudar os impactos da alteração efetuada à mensuração subsequente do *goodwill* reconhecido inicialmente numa concentração de atividades empresariais. Atualmente, o mesmo é não amortizável, estando apenas sujeito a testes de imparidade, quando a prática anterior consistia na amortização do *goodwill* ao longo de um período de tempo, que diferia de país para país. Diversos autores encaram as modificações ocorridas com esta temática como as mais profundas com a aplicação obrigatória do novo normativo contabilístico às sociedades europeias desde o exercício de 1 de Janeiro de 2005, criando um espaço de flexibilidade aos preparadores da informação financeira bastante amplo e comportamentos bastante heterogéneos no cumprimento dos requisitos normativos.

“A definição, mensuração e o tratamento contabilístico do goodwill foram questões controversas da contabilidade financeira ao longo do último século e continuam a gerar grandes discussões, a maioria das quais ainda em aberto e sem solução, tanto no plano teórico como no plano prático” (Pieri, 2010, pág.2; tradução própria)

“A natureza controversa do goodwill adquirido tem intrigado os profissionais e os académicos da contabilidade durante mais de um século” (Baboukardos e Rimmel, 2014, pág.1; tradução própria)

Com estas citações, podemos verificar que a temática do presente estudo é de facto complexa e não consensual, dados os diferentes tratamentos contabilísticos de que já foi alvo. Atualmente, com as normas internacionais de contabilidade (*IAS* e *IFRS*), as quais visam uma maior harmonização nas práticas das empresas, e com a proliferação da aplicação do conceito de justo valor a diversas rubricas contabilísticas, o espaço para os comportamentos discricionários dos gestores é maior. Assim, dado que o *goodwill* já não se encontra sujeito a amortizações regulares e periódicas mas apenas a testes de imparidade, aumentar a porção do preço de aquisição a este item do balanço possibilita aos gestores a previsão de um maior lucro, contribuindo para que a discricionariedade

com a alocação do justo valor aumente consideravelmente consoante os objetivos estratégicos dos gestores (Shalev, 2009; Zhang e Zhang, 2007).

Assim sendo, é fundamental compreender os motivos inerentes à atribuição de um preço de aquisição superior ao justo valor atribuído aos ativos e passivos adquiridos na concentração de atividades empresariais, que poderão passar por sinergias operacionais, eliminação de concorrentes, entrada em novos mercados e/ou setores, aquisição de ativos específicos, entre outros. Neste sentido, uma divulgação mais exigente e pormenorizada é fulcral para melhor esclarecer os utilizadores da informação financeira, dadas as consequências de uma divulgação insuficiente no comportamento dos *stakeholders*. No entanto, dada a relevância da informação privada do negócio, uma divulgação excessiva poderá ter impactos negativos na performance da empresa adquirente, dado que poderá transmitir conhecimento que os principais concorrentes poderão utilizar em seu benefício e em prejuízo da entidade que reporta (Kang e Gray, 2011).

Tendo em conta a complexidade descrita, a própria União Europeia, através do Parlamento Europeu e do Conselho Europeu, decidiu intervir neste campo com a publicação da Diretiva 2013/34/UE. Através desta, pretende-se aumentar a clareza e a comparabilidade das demonstrações financeiras das empresas, principalmente aquelas cuja base acionista é alargada, se destacam pelas suas transações internacionais e são um foco de atenção da comunidade em geral, protegendo assim as necessidades de informação contabilística e financeira dos utilizadores. No entanto, esta Diretiva destaca-se pelo facto do seu conteúdo se diferenciar consideravelmente face às normas emitidas pelo *IASB*. Um dos casos mais flagrantes é precisamente o tratamento conferido ao *goodwill*, o qual terá de ser novamente amortizado. Adicionalmente, reforça-se a necessidade de aumentar as divulgações das sociedades detentoras de participações sociais (sociedades *holding*).

“O nível de divulgação da informação financeira é maioritariamente considerado um fenómeno específico da entidade que relata (...) mas muitos mais fatores estão envolvidos” (Archambault e Archambault, 2003, pág.174; tradução própria)

Por outro lado, verifica-se uma escassez de estudos e/ou artigos referentes às práticas de divulgação das concentrações de atividades empresariais no mercado europeu. Adicionalmente, a crescente preocupação dos organismos internacionais das áreas da contabilidade e da auditoria financeira com um melhor cumprimento das normas de divulgação apela igualmente a um estudo empírico neste sentido. Para tal, as empresas europeias cotadas serão a base da amostra, dado que estas deverão constituir o exemplo de uma elevada qualidade de reporte financeiro e consequentemente um *benchmark* para o mundo empresarial.

Assim, pretende-se contribuir para a literatura dedicada às divulgações obrigatórias exigidas pelas *IFRS*, concretamente a *IFRS* 3 (Combinações de Negócios), e aos fatores determinantes do seu cumprimento, colaborando com o objetivo emanado pelo *IASB* de se atingir um maior nível de conformidade com as normas.

A presente dissertação está dividida em cinco partes:

1. Compreensão do conceito de concentração de atividades empresariais e do seu tratamento contabilístico atual; análise à evolução do normativo aplicável e aos impactos das alterações ocorridas (Capítulo 2).
2. Discriminação das motivações e incentivos subjacentes aos processos de concentração de atividades empresariais; exposição dos estudos empíricos sobre as divulgações em geral e as divulgações da *IFRS* 3 em particular (Capítulo 3).
3. Apresentação do estudo empírico a ser realizado, com a descrição dos seus objetivos, da amostra escolhida e da metodologia proposta, bem como das variáveis explicativas e dependente a serem utilizadas no modelo econométrico (Capítulo 4).
4. Divulgação e análise dos resultados obtidos, recorrendo à observação estatística e à aplicação de um modelo de regressão linear múltipla (Capítulo 5).

2. Normalização Contabilística

No presente capítulo, serão abordados dois temas: o conceito de concentração de atividades empresariais e a evolução do normativo contabilístico internacional. Os objetivos específicos a alcançar são essencialmente:

- Compreender de que forma uma concentração de atividades empresariais pode ser distinguida de uma simples compra isolada de ativos;
- Efetuar um pequeno e breve enquadramento normativo sobre o tema, de forma a perceber o plano teórico subjacente às operações de fusões e aquisições;
- Entender os processos de alocação de justo valor, a natureza do *goodwill* e as reações dos mercados relativamente aos anúncios de concretização de negócios empresariais;
- Distinguir o tratamento contabilístico-normativo conferido aos processos de concentração empresarial, tendo por base a emissão da *IFRS* 3 em 2004, as práticas anteriores a esta norma e a sua revisão em 2009;
- Atentar aos impactos das sucessivas alterações normativas e aos conflitos resultantes da publicação da Diretiva Europeia da Contabilidade em 2013.

2.1. O conceito de concentração de atividades empresariais

Nos últimos anos, é nítido o aparecimento e desenvolvimento de grupos económicos, sempre com o intuito de superar problemas de dimensão e de eficiência operacional, normais na atual estrutura económica mundial. As formas de conexão empresarial são várias, nomeadamente: concentrações de atividades empresariais, parcerias estratégicas e comerciais, *joint-ventures*, investimentos em associadas, conglomerados.

2.1.1. Introdução

Uma concentração de atividades empresariais distingue-se de uma simples compra de um conjunto de ativos isolados quando ocorre uma transação ou outro acontecimento semelhante em que uma determinada empresa adquire o controlo sobre uma ou mais

atividades empresariais. Ou seja, o conceito fundamental é o controlo, o qual consiste no poder de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade de forma a obter benefícios das suas atividades.

Por vezes, a determinação de uma aquisição como sendo a de um ativo ou de um negócio é complexa e desafiante. Geralmente, o exemplo mais básico é o de que se uma entidade adquire uma sociedade operacional e ativa no mercado tal qualifica-se como uma concentração de atividades empresariais. Por outro lado, quando adquire um conjunto de máquinas, tal facto será contabilizado como uma simples aquisição de ativos. Esta distinção é fundamental, dado o diferente tratamento contabilístico proporcionado às áreas-chave: mensuração de ativos e passivos, custos de transação, atividades de investigação e desenvolvimento, *goodwill*, contingências assumidas.

Assim, será de fulcral importância apresentar os indicadores que permitem efetuar a distinção:

Quadro 1 – Concentração de atividades empresariais *versus* Aquisição de ativos

Concentração de Atividades Empresariais	Aquisição de Ativos Individuais
Processos-chave do negócio adquiridos	Nenhum processo adquirido ou apenas processos administrativos adquiridos
Um <i>player</i> no mercado pode gerir os ativos de forma a obter retornos para os seus acionistas	Um <i>player</i> no mercado não consegue gerir os ativos de forma a obter retornos para os seus acionistas, a não ser que os combine com outros ativos
Alguns elementos fundamentais estão em falta mas são facilmente replicados ou adquiridos	Alguns elementos fundamentais estão em falta e não são facilmente replicados ou adquiridos
Colaboradores fulcrais contratados	Não há contratação de colaboradores
Apto a produzir os <i>outputs</i> necessários	Não está apto a criar benefícios económicos
Presença de <i>goodwill</i> e/ou passivos	Não existe <i>goodwill</i>

Fonte: Adaptado de PWC (2011)

Deste modo, será fundamental identificar os elementos no conjunto adquirido, ou seja, os ativos recebidos e os processos transferidos; avaliar a capacidade dos elementos gerarem benefícios económicos; averiguar os impactos que elementos em falta provocam na capacidade da empresa adquirente gerar benefícios económicos. Neste sentido, o nível em que se encontram as atividades de investigação e desenvolvimento de uma empresa, o *know-how* acumulado de colaboradores contratados, os contratos de

licenciamento e fornecimento adquiridos, bem como as patentes transferidas, obtêm relevância acrescida no momento da definição da transação, como uma concentração de atividades empresariais ou como uma aquisição de ativos.

As concentrações de atividades empresariais caracterizam-se pela diversificação e obtenção de conhecimento especializado de diferentes setores de atividade e pela procura de sinergias entre empresas do mesmo setor de atividade, com o intuito de aumentar o poder de mercado e aproveitar economias de escala e canais de distribuição. O processo é portanto complexo, tendo em conta as implicações diretas na cultura empresarial e as mudanças organizacionais ao nível dos recursos humanos, financeiros, informáticos e logísticos (Silva e Aleixo, 2014).

Quadro 2 – Evolução do mercado de aquisições e fusões na Europa

Ano	Nº Operações	€
2005	9.543	694
2006	10.981	828
2007	12.580	1.097
2008	12.486	872
2009	11.392	428

Nota: valores em milhares de milhões

Segundo PWC (2011), no que diz respeito ao ano de 2009, os países que mais contribuem para o mercado em causa (92% dos 428 mil milhões de euros) são:

Quadro 3 – Fusões e aquisições na Europa, em 2009

País	Operações (€)
Reino Unido	123,7
Alemanha	64,8
França	54,7
Espanha	50,1
Suíça	44,2
Itália	24,6
Suécia	10,7
Holanda	7,0
Irlanda	5,2
Finlândia	4,0
Dinamarca	3,7
Áustria	2,7

Nota: valores em milhares de milhões

2.1.2. Breve enquadramento normativo

A concentração de atividades empresariais é definida como a operação pela qual uma empresa adquirente obtém o controlo de um ou mais negócios (Parágrafo B5 da *IFRS* 3), podendo tal ser conseguido de várias formas, nomeadamente:

- Aquisições de partes de capital próprio de outra entidade;
- Fusões;
- Aquisições de ativos que em conjunto formem uma ou mais atividades empresariais;
- Assunção de passivos de outra entidade;
- Obtenção do controlo por contrato.

No que diz respeito ao método de contabilização, o parágrafo 4 da *IFRS* 3 esclarece que deve ser aplicado o método de compra, o qual exige, segundo os parágrafos 5, 37 e 53, as seguintes etapas:

1) Identificação da empresa adquirente

Segundo os parágrafos 6 e 7, deverá ser sempre identificada uma empresa como a adquirente, que será aquela que obterá o controlo da outra entidade. Geralmente, a entidade adquirente é aquela que transfere os meios monetários ou aquela que emite e entrega as suas próprias ações à outra parte (parágrafos B14 e B15). Adicionalmente, a adquirente é a entidade cujos sócios recebem a maior parcela dos direitos de voto na entidade combinada e têm a capacidade de eleger, nomear ou destituir a maioria dos membros dos órgãos sociais da entidade combinada. Por fim, as adquirentes têm usualmente uma estrutura de ativos, de volume de negócios e de resultados superior à entidade adquirida. Henning *et al.* (2000) observam que, em média, a empresa adquirente tem uma dimensão 7 vezes superior à empresa adquirida, medida pelo total de ativos.

No entanto, pode acontecer, como referido no parágrafo B19, que uma entidade seja a adquirente para efeitos legais e seja identificada como adquirida para fins contabilísticos, acabando por estar perante uma aquisição reversa. Tal poderá ocorrer

quando uma empresa de capitais privados pretende abrir o seu capital ao público e uma entidade cotada acaba por emitir um novo conjunto de ações para adquirir uma participação no capital da empresa privada. Assim, a entidade cotada é a adquirente legal mas acaba por ser a adquirida contabilística.

2) Determinação da data de aquisição

Tendo em mente os parágrafos 8 e 9, será aquela em que a empresa adquirente obterá o controlo da adquirida, que corresponde ao momento em que é transferida legalmente a contrapartida e consequentemente os ativos são adquiridos e os passivos assumidos.

3) Determinação do custo da aquisição

Dado pela consideração paga aos antigos proprietários da empresa adquirida (ativos transferidos da empresa adquirente, passivos assumidos pela adquirente relacionados com dívidas aos antigos proprietários da empresa adquirida, ações emitidas pela adquirente).

4) Reconhecimento e mensuração dos elementos adquiridos e assumidos

Para efetuarem parte da concentração de atividades empresariais, segundo o parágrafo 12, os elementos devem estar incluídos na lista que a empresa adquirente e os antigos proprietários da adquirida negociaram para realizarem a operação e não devem ser o resultado de transações separadas. Segundo o parágrafo B50, será fulcral atender quais são as razões para a transação, quem iniciou a transação e o momento em que foi efetuada a transação, a fim de verificar se a mesma faz parte da concentração de atividades empresariais.

Para a mensuração, devem ser utilizados os justos valores à data de aquisição dos elementos transacionados (parágrafo 18), embora com exceções (parágrafos 19 e 20). Por sua vez, os passivos contingentes deverão ser igualmente reconhecidos no balanço à data de aquisição quando se tratarem de uma obrigação presente decorrente de eventos passados e o seu justo valor puder ser mensurado fiavelmente, ainda que não seja provável o exfluxo de recursos para liquidar a obrigação (parágrafo 23). Os ativos intangíveis identificáveis deverão igualmente ser reconhecidos separadamente do

goodwill se atenderem aos critérios da separabilidade ou aos critérios contratuais e legais (parágrafo B31).

5) Reconhecimento e mensuração do *goodwill* resultante

De acordo com o parágrafo 32, uma empresa adquirente deve reconhecer *goodwill* à data de aquisição, como o excesso de a) sobre b):

a) O somatório de:

- ✓ contrapartida transferida, mensurada com base no seu justo valor à data de aquisição;
- ✓ interesses minoritários, mensurados de acordo com a *IFRS 3 (full goodwill ou partial goodwill)*;
- ✓ numa concentração de atividades empresariais efetuada por fases, o justo valor à data de aquisição da participação de capital próprio anteriormente detido pela adquirente.

b) O valor líquido, à data de aquisição, dos ativos identificáveis adquiridos e dos passivos assumidos.

No que diz respeito à concentração por fases, o parágrafo 42 esclarece que as alterações do interesse da empresa adquirente no justo valor da adquirida devem afetar os resultados do exercício. Ou seja, o interesse de capital próprio previamente detido na empresa adquirida deve ser mensurado pelo seu justo valor à nova data de aquisição, pelo que deverá ser reconhecido o respetivo ganho ou perda daí resultante nos resultados do exercício.

No que diz respeito à possibilidade de se efetuarem compras vantajosas, momento em que se apura um *badwill* (excesso de b) sobre a), acima detalhados), o parágrafo 36 esclarece que a empresa adquirente deve reavaliar os ativos e passivos mensurados inicialmente e reconhecer ativos e passivos adicionais que sejam identificados na reavaliação. Só após este processo, poderá reconhecer imediatamente um ganho nos resultados do exercício, se se mantiver o respetivo excesso.

Adicionalmente, deverá observar-se o reconhecimento das despesas diretamente atribuídas às concentrações de atividades empresariais como custos do exercício no momento em que são incorridas, como sejam os honorários de advogados, consultores e auditores, os custos administrativos gerais e os custos de emissão de títulos.

Por sua vez, dado que o processo de concentração de atividades empresariais é complexo, moroso e detalhado, é permitido um período de mensuração para alocar os valores finais aos ativos e passivos adquiridos, sendo que o mesmo não pode exceder um ano a contar da data de aquisição (Parágrafo 45). Assim, durante este período, a empresa adquirente poderá reconhecer os ajustamentos aos valores provisórios como se a concentração empresarial tivesse sido concluída na data de aquisição (Parágrafo 49).

2.1.3. PPA

A identificação e o processo de valoração dos ativos líquidos adquiridos implicam que o *goodwill* reconhecido seja um valor residual. No entanto, a posição conjunta do *FASB* e do *IASB* não é totalmente suportada pelos académicos e preparadores da informação financeira, devido às preocupações com a relevância económica do reconhecimento separado dos ativos intangíveis relativamente ao *goodwill*. Assim, a qualidade destes processos não se traduz necessariamente em consequências comportamentais no mercado, dado que a este lhe interessa apenas a racionalidade do custo total da operação e a performance económico-financeira da empresa combinada e não tanto as grandezas contabilísticas.

Segundo Michelin (2008), uma das principais razões para a aquisição de uma empresa poderá ser igualmente a elevada proporção de ativos intangíveis gerados internamente e não reconhecidos na estrutura de balanço, como sejam os relacionados com:

- Atividades de marketing e clientes: marcas registadas, domínios, acordos de não concorrência, listas de clientes, contratos, parcerias;
- Contratos: licenças, royalties, abastecimentos, locações, *franchises*;

- Tecnologia: software, bases de dados, fórmulas secretas, atividades de pesquisa e desenvolvimento;
- Propriedade intelectual: trabalhos literários, imagens, vídeos.

Segundo Michelin (2008, pág.43; tradução própria), “... *os processos de alocação do justo valor fornecem informações relevantes sobre os fatores críticos de sucesso do negócio e obrigam os gestores a explicitar os motivos pelos quais pagaram um determinado preço pela aquisição da atividade empresarial*”.

O justo valor do *goodwill* não é uma grandeza verificável, pois depende de ações futuras da gestão, incluindo a própria concetualização e implementação da estratégia da empresa pelos seus gestores. Aliás, a alocação do *goodwill* entre as unidades geradoras de caixa acaba por ser tendencialmente arbitrária, uma vez que o *goodwill* representa em si os benefícios expectáveis obtidos pelo funcionamento da empresa e das suas unidades como um todo.

Assim, os elementos incorporados no *goodwill* são os seguintes (Henning *et al.*, 2000; Churyk, 2005; Montiel e Lamas, 2007; Michelin, 2008):

- Justo valor das operações combinadas, isto é, a capacidade da empresa adquirente para obter a partir dos seus ativos líquidos um conjunto de rendimentos superiores ao obtido pelos ativos líquidos individualmente considerados;
- Justo valor das sinergias que são expectáveis ocorrerem pela integração da empresa adquirida no portefólio da empresa adquirente: *know-how* dos colaboradores; localização das filiais e rápido serviço aos clientes; processos de negócio; cultura empresarial;
- Excedente de preço pago pela obtenção de vantagens únicas no processo de aquisição, como a obtenção do controlo da empresa ou o acesso a produtos e/ou mercados únicos;
- Erros na avaliação da empresa adquirida (*due diligence*), através de um incorreto reconhecimento e mensuração do justo valor dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida.

No seu estudo, Henning *et al.* (2000) verificam que existe uma relação positiva entre os valores de mercado das empresas e os montantes respeitantes ao *goodwill* associado às sinergias esperadas (componente mais valorizada pelo mercado) e às operações combinadas (segunda componente mais valorizada pelo mercado), os quais são definidos como “*core goodwill*”. Por outro lado, no que diz respeito à componente residual do *goodwill* (excedentes pagos ou erros na avaliação), observam que existe uma relação negativa com os valores de mercado das empresas, consistente com o facto de o mercado refletir o pagamento excessivo na correção efetuada ao valor das ações durante o ano de aquisição.

Por outro lado, quanto à alocação do *goodwill* às unidades geradoras de caixa, como exigido pelas normas contabilísticas, PWC *et al.* (2011) concluem que esta é feita essencialmente entre 1 a 3 unidades. Tal ocorre porque as grandes empresas tendem a focar o seu negócio em poucos mercados ou podem seguir estratégias de aquisição focadas em poucas unidades de negócio. Por outro lado, os próprios gestores podem ter incentivos em alocar o *goodwill* em unidades de negócio relativamente agregadas, de forma a diminuir os testes de imparidade a realizar e a reduzir a probabilidade de registo de imparidades futuras. Estas unidades geradoras de caixa são definidas essencialmente ao nível dos produtos e das geografias em que a empresa está presente, tendo diminuído a proporção baseada na estrutura legal do organigrama do grupo.

Segundo Churyk (2005), o *FASB* identificou três condições que são indícios de que o *goodwill* reconhecido inicialmente pode estar em imparidade, nomeadamente:

- A empresa adquirente pagou um prémio de aquisição elevado quando comparado com o valor de mercado da empresa adquirida antes do processo iniciar;
- O montante de *goodwill* atribuído corresponde à principal componente do preço de aquisição;
- A retribuição aos antigos proprietários da empresa adquirida foi efetuada principalmente pela atribuição de ações da empresa adquirente.

2.2. A evolução do normativo contabilístico internacional

O *goodwill* foi, é e será um tema controverso da estrutura de balanço das empresas. É constatável que ao longo dos tempos e das diversas jurisdições, as normas contabilísticas permitiram uma série de tratamentos contraditórios, nomeadamente: reconhecimento e mensuração de ativos intangíveis gerados internamente, como patentes e marcas; variações na definição da vida útil permitida; capacidade de eliminação imediata do *goodwill* por contrapartida de reservas de capital próprio; obrigatoriedade de reconhecimento do *goodwill* no balanço e respetiva amortização periódica por contrapartida de resultados; obrigatoriedade de capitalização do *goodwill* e realização de testes de imparidade.

2.2.1. As concentrações de atividades empresariais antes da IFRS 3

A primeira norma emitida pelo IASB sobre a questão das concentrações de atividades empresariais foi a IAS 22 – *Accounting for Business Combinations* – em Novembro de 1983. Nessa altura, o *goodwill* devia ser amortizado ao longo da sua vida útil, tendo em conta alguns fatores determinantes:

- Vida útil prevista para o negócio ou para o setor de atividade da empresa adquirida;
- Obsolescência natural dos produtos e serviços produzidos e prestados pela empresa adquirida, bem como alterações na procura e oferta e/ou na conjuntura económica;
- Período respeitante a compromissos contratuais com determinados *stakeholders*;
- Comportamentos e práticas usuais das empresas concorrentes;
- Limitações de carácter legal, normativo e regulatório.

Para além do método da compra (*purchase method*), onde o *goodwill* era reconhecido e amortizado subsequentemente sempre que o preço de aquisição excedesse o valor contabilístico dos ativos e passivos adquiridos, as entidades podiam alternativamente aplicar o método da comunhão de interesses (*pooling of interests method*). Neste, os ativos e passivos eram contabilizados pelos valores escriturados nas sociedades

adquiridas, não havendo lugar ao reconhecimento de *goodwill*, o que se traduzia num resultado por ação tendencialmente superior, dada a não amortização regular e periódica desse excesso nos períodos económicos seguintes. Ou seja, através deste método, os balanços contabilísticos das empresas em questão eram somados sem qualquer ajustamento de valor.

A revisão da IAS 22, em 1993, levou a que a duração da vida útil do *goodwill* não pudesse exceder os 20 anos. No entanto, em 1998, com a revisão de alguns parágrafos da norma, foi autorizada, mediante circunstâncias excepcionais e devidamente justificadas, a ultrapassagem do limite de 20 anos, desde que anualmente fosse realizado um teste de imparidade. Estas últimas melhorias foram bastante apreciadas pelos utilizadores da informação financeira por duas razões: a depreciação regular e constante não representava fielmente o consumo económico do *goodwill*, uma vez que o seu valor era irregular e difícil de mensurar; o anterior normativo não era esclarecedor ao nível da tempestividade do reconhecimento de imparidades, pelo que a margem de subjetividade dos gestores era ainda maior.

As revisões das normas por parte do IASB tiveram como grande influência a convergência com o normativo americano, o qual viu em 2001 ser implementada a “FASB Statement 141 – Business Combinations”, que exigia precisamente que as concentrações de atividades empresariais fossem contabilizadas de acordo com o método da compra. O FASB exigiu que as empresas divulgassem as principais razões para a concentração de atividades empresariais e alocassem o preço atribuído aos ativos líquidos adquiridos. Na mesma data de lançamento (Junho de 2001), foi apresentada a “FASB Statement 142 – Goodwill and Other Intangible Assets”, a qual tinha como âmbito o estabelecimento de requisitos de reporte financeiro para o *goodwill* e para os ativos intangíveis adquiridos. O *goodwill* passou a ser testado quanto à existência de possíveis imparidades e não amortizado regularmente.

2.2.2. O impacto da adoção da IFRS 3 (2005)

Em 2004, o IASB emitiu a norma *IFRS 3 (Business Combinations)*, a qual veio substituir a *IAS 22* e que teve adoção obrigatória a partir de 1 de Janeiro de 2005. As principais características diferenciadoras foram essencialmente:

1. Eliminação do método da comunhão de interesses, imperando assim o método da compra como o único permitido para a mensuração de uma concentração de atividades empresariais;
2. Explicitação da empresa adquirente;
3. Aplicação generalizada do justo valor aos elementos da empresa adquirida;
4. Obrigação de reconhecimento separado de ativos e passivos da empresa adquirida, mesmo quando não se encontravam anteriormente presentes na sua estrutura de balanço;
5. Mensuração do *goodwill* como a diferença observada entre o preço de aquisição e o justo valor dos ativos líquidos identificáveis adquiridos;
6. Não amortização do *goodwill* reconhecido inicialmente, dada a sua vida útil indefinida, e respetiva aplicação de testes anuais de imparidade;
7. Reconhecimento direto nos resultados do período da empresa adquirente de um eventual *goodwill* negativo, com a obrigação de reavaliação prévia dos ativos e passivos adquiridos;
8. Aumento da complexidade da contabilização e divulgação do *goodwill*, no que diz respeito às técnicas de mensuração subsequente, bem como à natureza privada e quantidade de divulgações necessárias.

De acordo com a *IFRS 3*, o *goodwill* tem vida útil indefinida e não é amortizado sistematicamente, antes sendo sujeito a testes anuais de imparidade, ou em períodos inferiores quando existirem sinais evidentes de perdas. De referir que estes testes estão explanados na norma *IAS 36 – Imparidade de Ativos*. Portanto, é expectável um incremento dos lucros relatados de acordo com as *IAS/IFRS*, a não ser que dos testes de imparidade resultem perdas superiores ao montante regular das amortizações do exercício. De salientar que uma perda por imparidade no *goodwill* não pode ser revertida posteriormente. Tal acontece porque o entendimento é o de que qualquer

aumento na quantia recuperável do *goodwill* em períodos subsequentes é fruto de um *goodwill* gerado internamente, o qual é expressamente proibido de ser capitalizado de acordo com as normas internacionais.

“O tratamento conferido ao goodwill representou o principal efeito nos lucros das empresas do estudo, resultando na maior diferença entre os ganhos contabilísticos reportados de acordo com as IFRS e com as normas inglesas” (Stenka *et al.*, 2008, pág.21; tradução própria)

Stenka *et al.* (2008) verificam que o maior impacto nos resultados e nos capitais próprios após a adoção das *IFRS* pelas empresas do Reino Unido foi precisamente o decorrente da alteração ao tratamento do *goodwill* e consequentemente ao tratamento conferido às alienações de subsidiárias, ao reconhecimento dos intangíveis e à aplicação do justo valor, tendo contribuído para um incremento dos resultados de 39% e para um incremento de 6% dos capitais próprios das empresas.

Assim, em 2005, mais de 7.000 empresas cotadas na União Europeia foram forçadas a adotar as *IFRS*, o que se tornou um esforço hercúleo para as empresas continentais, dado o pouco tempo de adaptação concedido e as influências anglo-saxónicas deste normativo, as quais diferem das práticas continentais, seja na respetiva filosofia subjacente (objetivos, estrutura concetual, princípios) seja no maior detalhe das regras contabilísticas.

2.2.3. O impacto da revisão da IFRS 3 (2009)

Do projeto conjunto desenvolvido entre o *IASB* e o *FASB*, surgiu a publicação pelo primeiro, em Janeiro de 2009, da *IFRS 3* e da *IAS 27* (Demonstrações Financeiras Consolidadas e Separadas), as quais, após aprovação pelo Parlamento Europeu e Comissão Europeia, entraram em vigor a partir de Julho de 2009.

Assim, em 2008, a *IFRS 3* sofreu uma revisão geral, sendo que a grande novidade foi a permissão proporcionada às empresas de escolher qual o método para mensurar os

interesses minoritários: mensuração através do justo valor ou mensuração através da proporção detida pelos interesses minoritários nos ativos líquidos da empresa adquirida (Parágrafo 19). De referir que enquanto a norma americana introduziu a obrigatoriedade de aplicação do *full goodwill* (justo valor), a norma internacional introduziu este conceito apenas como opção:

“Por outro lado, o FASB tornou o uso do método do full goodwill como obrigatório quando emitiu a versão revista da SFAS 141, em Dezembro de 2007. Ironicamente, os esforços iniciais de harmonização entre as IFRS e os princípios contabilísticos americanos, ao nível da contabilização das concentrações de atividades empresariais, culminaram com a criação de uma nova diferença materialmente relevante entre os dois normativos” (PWC *et al.*, 2011, pág.28; tradução própria)

Com a redação da nova IFRS 3, considera-se *full goodwill* todo aquele que seja imputável à concentração de atividades empresariais efetuada, independentemente dos detentores de capital da empresa adquirida, ao invés do *goodwill* apenas associado à percentagem de participação detida pela empresa maioritária (*partial goodwill*). Deste modo, a opção pelo *full goodwill* eleva o valor do ativo e dos capitais próprios, dado o incremento de *goodwill* atribuível aos acionistas minoritários. É de realçar que para aplicar o *full goodwill* será necessário ter informação sobre o justo valor dos interesses minoritários à data da aquisição, o que, caso as ações da empresa adquirida não sejam cotadas, será de difícil obtenção, uma vez que o justo valor para o grupo será obviamente diferente do justo valor para os interesses sem controlo, dado que os primeiros considerarão um prémio adicional por terem o controlo da entidade.

Uma vez que a norma permite a opção pelo critério de mensuração dos interesses minoritários em cada nova aquisição de subsidiárias, a comparabilidade da informação poderá ser afetada, dificultando a análise efetuada pelos utilizadores da informação financeira. Será de destacar que as principais empresas cotadas europeias praticamente não optaram pelo método do *full goodwill* (PWC *et al.*, 2011).

Com a revisão de 2008, a fiabilidade da informação acabou por ser um pouco renegada, dado o grande foco no processo de alocação do justo valor. Ou seja, antes da revisão, o justo valor dos ativos intangíveis apenas podia ser utilizado se a mensuração fosse possível com um grau de precisão elevado. Esta posição foi revertida em 2008, dado que a nova *IFRS 3* presume que o justo valor de todos os ativos intangíveis (não apenas os que possuem uma vida útil definida) pode ser mensurado fiavelmente, ainda que na maior parte dos casos recorrendo a técnicas de valorização não baseadas em instrumentos do mercado regulamentado.

Os ativos intangíveis geralmente traduzem-se em benefícios económicos cumulativos e em recursos não exclusivos de nenhuma entidade em particular, resultantes de sinergias operacionais e financeiras e frequentemente inseparáveis de outros ativos tangíveis da empresa. O objetivo último dos organismos reguladores é a redução dos valores de *goodwill* e a redução ou eliminação de comportamentos manipuladores por parte dos gestores. No entanto, a flexibilidade permitida pelas normas e o oportunismo por parte dos gestores acabam por exceder a relevância económica da alocação do justo valor, uma vez que estes tentarão alocar o máximo valor possível ao *goodwill*, dada a não amortização regular e periódica. No limite, o reconhecimento de novos ativos intangíveis no processo de aquisição (ex: listas de clientes, marcas, tecnologias desenvolvidas, etc.) acaba por ser um retorno à amortização do *goodwill*, mas desta vez de uma forma ainda mais arbitrária, dado que a possibilidade de escolha de capitalização e do período de amortização respetiva é bastante subjetiva.

A *IFRS 3* exige igualmente que seja alocado o justo valor aos passivos contingentes para a determinação do *goodwill*, quando esta classe não é reconhecida em outras circunstâncias. Ou seja, se se verificar que um ajustamento no custo da aquisição está dependente de acontecimentos futuros, a adquirente deve incluir essa quantia no custo da concentração à data de aquisição, caso esse ajustamento seja provável e possa ser mensurado com fiabilidade (acabando por aumentar o valor alocado ao *goodwill* e incrementando o risco de imparidade).

2.2.4. As consequências das alterações no normativo contabilístico

É notória a importância das *IFRS* enquanto normas contabilísticas por todo o mundo, quando mais de 100 países as utilizam, seja de forma institucionalizada ou numa base voluntária, sendo que a tendência será a de adoção global (Stenka *et al.*, 2008).

Segundo Paananen (2008), verifica-se um debate contínuo sobre a superior importância conferida à relevância em detrimento da fiabilidade no seio do *FASB* e do *IASB*, quando está em causa a mensuração ao justo valor de certos ativos e passivos, mais concretamente a descrição permitida, o momento, o montante e a forma de reconhecimento de ativos não verificáveis no mercado líquido. Ainda assim, com a adoção deste método, “harmonizam-se” as normas europeias com as normas americanas, facilitando a comparabilidade das concentrações de atividades empresariais e evitando assim um tratamento desfavorável às empresas europeias em relação às empresas americanas no que à temática do *goodwill* e seus impactos nos resultados diz respeito.

A harmonização dos normativos elimina as barreiras possivelmente existentes em processos de aquisições e fusões entre empresas de diferentes países, beneficiando os investidores em particular e os *stakeholders* em geral, dado o maior grau de comparabilidade da informação e os menores custos de processamento da informação. Ainda assim, não deixa de ser constatável que se tenham convergido as práticas contabilísticas europeias e americanas no sentido de reconhecer na estrutura de balanço um item cuja existência, identificabilidade, controlo e viabilidade económica são amplamente discutidos pelos especialistas.

Segundo Montiel e Lamas (2007), citando o *IASB*, “a vida útil do *goodwill* não se pode estimar da mesma forma que nos ativos tangíveis não correntes, cuja vida útil está relacionada diretamente com a sua duração física”. Deste modo, o teste de imparidade, com maior ou menor frequência, é efetivamente a solução para uma mensuração subsequente mais fiável. No entanto, alguns membros do *IASB* não se conformaram com as alterações. Embora seja um pouco arbitrário, o consumo periódico é um método

simples, objetivo e pragmático, ao contrário da imparidade, bastante incerta e dependente dos julgamentos e estimativas dos gestores. Os mesmos autores não compreendem a eliminação da amortização quando a *IFRS 3* reconhece o *goodwill* como um ativo no balanço correspondente ao pagamento em antecipação de benefícios económicos futuros dos elementos da empresa adquirida. Por uma questão de respeito ao princípio da especialização dos exercícios, a quantia escriturada deveria ser consumida numa base regular nos resultados, recuperando assim os pagamentos em antecipação.

Por exemplo, Pieri (2010), num estudo com 350 demonstrações financeiras consolidadas das 70 maiores empresas italianas listadas, correspondentes ao período de 2005 a 2009, observa que o tratamento conferido ao *goodwill* com as *IAS/IFRS* proporcionou um processo de acumulação progressiva deste item no balanço, ao mesmo tempo que as imparidades registadas eram insignificantes, mesmo na presença de condições adversas nos mercados financeiros e na economia real. O autor verifica que nas principais empresas cotadas italianas o *goodwill* representava 3,5% do total dos ativos, 21% dos capitais próprios e 19% da capitalização bolsista.

O aumento do *goodwill* registado nos balanços das empresas parece inevitável, não por uma melhoria das métricas de avaliação deste item mas pela combinação de dois efeitos: o registo natural de *goodwill* pela concretização de concentrações de atividades empresariais e a baixa intensidade de imparidades registadas nas contas. Assim, é possível uma maior volatilidade do desempenho, uma deterioração do património e dos níveis de capital e uma perda de confiança nas demonstrações financeiras das empresas. Uma solução poderá passar por um sistema híbrido: manutenção dos testes de imparidade e criação de reservas não distribuíveis na presença de *goodwill*. Ou seja, apenas seria possível distribuir dividendos se as reservas remanescentes cobrissem o *goodwill* reconhecido em balanço. Outra possível solução seria a obrigação de registo de provisões em caso de reconhecimento de *goodwill*.

2.2.5. A Nova Diretiva Europeia da Contabilidade (Diretiva 2013/34/UE)

Neste momento, em termos europeus, observa-se uma nova tentativa de harmonizar o normativo contabilístico, através da transposição para a legislação nacional dos Estados-membro da União Europeia da Diretiva 2013/34/UE, emitida pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho Europeu, em Junho de 2013.

No entanto, será de destacar a criação de um conflito para as empresas que aplicam as normas internacionais de contabilidade, no que diz respeito à temática da concentração de atividades empresariais. De acordo com as novas instruções europeias, o *goodwill* terá de ser novamente amortizado e portanto de apresentar uma vida útil. De acordo com o artigo 12º, ponto 11: “*Os ativos intangíveis são amortizados ao longo da sua vida útil. Em casos excecionais em que não seja possível estimar de forma fiável a vida útil de despesas de trespasse (...), tais ativos são amortizados dentro de um prazo máximo estabelecido pelo Estado-Membro. Este prazo máximo não pode ser inferior a cinco anos nem superior a dez anos. É fornecida nas notas às demonstrações financeiras uma explicação do prazo durante o qual as despesas de trespasse são amortizadas*” (Parlamento Europeu e Conselho Europeu, 2013, Pág.34).

Outro aspeto a destacar será a temática das concentrações de atividades empresariais dentro do mesmo grupo económico ou sob controlo da mesma pessoa, a qual possui uma disposição específica nesta Diretiva, ao contrário das normas internacionais. Assim, a Diretiva 2013/34/UE prevê que estas fusões sejam efetuadas ao valor contabilístico, com a respetiva reserva de fusão a ser inscrita nos capitais próprios (Correia, 2013).

Esta publicação tem igualmente uma preocupação com as necessidades informacionais dos utilizadores, tendo em conta, ainda assim, a sensibilidade do tipo de informação prestada para a empresa que a transmite. De acordo com o ponto 25 da Parte Introdutória, “*os utilizadores das demonstrações financeiras elaboradas por médias e grandes empresas têm normalmente necessidades mais sofisticadas (...) deverão ser*

efetuadas divulgações adicionais em determinadas áreas. A dispensa (...) é justificada caso tal divulgação seja de natureza a causar prejuízo a certas pessoas ou à empresa”.

Neste âmbito, será de destacar o artigo 17º, nº1, c), ii), o qual aborda novamente a questão do *goodwill*. Desta vez, reconhecendo que existem investimentos financeiros inscritos contabilisticamente por uma quantia superior ao seu justo valor, a Diretiva exige informações mais detalhadas sobre a quantia escriturada e o justo valor dos ativos e passivos identificáveis, bem como as razões que levam à não redução da quantia escriturada, isto é, qual a natureza dos elementos que possibilitam a asserção de que os montantes reconhecidos serão recuperados em períodos futuros.

Por outro lado, o artigo 24º, no ponto 3, destaca as duas formas de inclusão das empresas participadas na consolidação do grupo económico: a compensação efetuada com base nos valores contabilísticos à data em que as empresas foram incluídas pela primeira vez na consolidação; a compensação efetuada com base no valor dos ativos e passivos identificáveis à data de aquisição do controlo ou, no caso de aquisições por fases, à data em que as empresas se tornaram subsidiárias. Qualquer diferença positiva que surja entre o preço de aquisição e os valores reconhecidos segundo os dois métodos referidos deve ser inscrito no balanço consolidado como *goodwill*.

Embora reconheça que o controlo deverá basear-se na detenção da maioria dos direitos de voto, a Diretiva admite que possa existir controlo baseado em contratos ou acordos parassociais, possibilitando aos Estados-membro a exigência de inclusão nas demonstrações financeiras consolidadas de empresas geridas numa base unificada ou que tenham um órgão comum de administração, gestão ou supervisão. As divulgações sobre as empresas incluídas na consolidação deverão obedecer à materialidade no seu conjunto, sendo de menção obrigatória a denominação social, a sede estatutária e a participação do grupo económico no capital das empresas participadas.

Apesar de referir que o direito nacional deve ser coordenado a fim de alcançar a comparabilidade da informação financeira no interior da União Europeia, a verdade é que existe muito espaço de manobra concedido, bem como um claro conflito com as normas emitidas pelo *IASB*, de aplicação obrigatória pelas empresas europeias cotadas.

3. Revisão de literatura e estudos empíricos

Efetuada a contextualização normativa e teórica das aquisições de negócios, será importante compreender as motivações dos gestores e acionistas para realizarem operações de fusão e de aquisição empresariais, bem como analisar o que a literatura dedicada à temática nos revela. Assim, os objetivos específicos deste capítulo são:

- Entender as razões e os incentivos subjacentes aos processos de concentração empresarial, os quais se baseiam essencialmente nos impactos na remuneração e reputação dos gestores, bem como em aspetos operacionais e financeiros da empresa adquirente;
- Destacar alguns estudos sobre o cumprimento das exigências normativas de divulgação e os fatores determinantes dos níveis observados;
- Atentar à exigência e complexidade associadas às divulgações da *IFRS* 3.

3.1. As motivações inerentes às concentrações de atividades empresariais

Segundo Churyk (2005), as principais razões para a atribuição de prémios de aquisição prendem-se com:

- Obtenção de controlo da empresa adquirida por parte da empresa adquirente;
- Manipulação da performance da empresa adquirente imediatamente anterior a um processo de concentração empresarial;
- Sobrevalorização das ações da empresa adquirente, quando os gestores desta as utilizam como principal forma de pagamento da operação;
- Integração no portefólio de investimentos de uma empresa financeiramente sustentável;
- Compensação aos acionistas das empresas adquiridas pela imediata taxaço das mais-valias conseguidas pela alienação da empresa.

Será de destacar que no caso das instituições financeiras (bancos, fundos de investimento, seguradoras), o tratamento concedido ao *goodwill* é diferente, pelo que as

motivações inerentes aos processos de concentração empresarial serão naturalmente diversas. Apesar de terem de cumprir os normativos contabilísticos internacionais, as instituições financeiras possuem especificidades que não se coadunam com os restantes setores da atividade empresarial. As regras são mais apertadas, não permitindo assim o reconhecimento do *goodwill* para efeitos de rácios de solvência das entidades, o que se traduz numa redução das reservas contabilísticas.

KPMG e Kaplan (2007), com base no estudo das aquisições empresariais realizadas entre 2000 e 2004 a nível mundial, apresentaram as seguintes ideias-chave:

- Os negócios pagos em dinheiro têm retornos superiores a negócios pagos em ações, medidos pela evolução dos títulos cotados das empresas adquirentes;
- As aquisições efetuadas pelas empresas mais pequenas são mais bem-sucedidas do que as feitas pelas grandes empresas;
- As adquirentes e adquiridas com rácios “Cotação/Resultado por Ação” (*PER*) mais baixos resultaram nos negócios com mais sucesso;
- As adquirentes com poucos negócios efetuados nos 2 anos anteriores (1 a 2 processos) tiveram retornos bolsistas superiores relativamente às adquirentes com bastantes negócios (10 ou mais processos);
- Os negócios motivados por um reforço da capacidade financeira ou por melhorias nos canais de distribuição tiveram mais sucesso do que os negócios motivados pela integração vertical ou pela aquisição de tecnologias ou propriedade intelectual.

3.1.1. Incentivos relacionados com a remuneração dos gestores

A alteração do normativo tende a promover práticas de *earnings management* (manipulação de resultados), uma vez que as empresas adquirentes procuram reconhecer menos valor aos ativos sujeitos a depreciação e amortização e maximizar o valor do *goodwill*. Assim, terão uma menor proporção de custos refletidos na demonstração de resultados, não penalizando a curto e a médio prazos a performance da empresa e a remuneração dos gestores que as lideram.

Churyk (2005) refere que num processo de concentração de atividades empresariais existe uma paradoxalidade entre a existência de sinergias e os conflitos de agência. Isto é, ao mesmo tempo que a empresa adquirente poderá beneficiar de economias de escala, mercados maduros, práticas empresariais eficientes e *know-how* dos colaboradores transferidos, os gestores da empresa adquirente tendem a olhar o processo como uma forma da maximização do seu estatuto, notoriedade e riqueza. Muitas vezes em prejuízo dos acionistas, atribuem um prémio de aquisição demasiado elevado. Ainda assim, o mesmo autor conclui que em geral o *goodwill* reconhecido inicialmente não se encontra em imparidade, apenas o verificando quando o pagamento da retribuição é feito via ações da empresa adquirente.

Zhang e Zhang (2007) consideram que os gestores que possuem esquemas de remuneração dependentes da performance da empresa tendem a promover maiores práticas manipulativas na afetação do custo de aquisição ao *goodwill*, uma vez que conseguem gerir com maior previsibilidade os resultados e consequentemente o registo de possíveis imparidades. Ou seja, a alocação dos justos valores é muitas vezes mais influenciada pelos incentivos à gestão do que propriamente pelos fatores estritamente financeiros e económicos. Adicionalmente, os executivos tendem a olhar a alocação do justo valor como uma oportunidade para manipular os resultados sem serem detetados, através da distorção dos modelos usados (ex: taxas de desconto, taxa de crescimento na perpetuidade). Apesar do justo valor da empresa adquirida no momento da aquisição ser conhecido, o justo valor dos ativos individuais não é, concedendo oportunidades de manipulação na alocação, tendo em mente os futuros reportes financeiros.

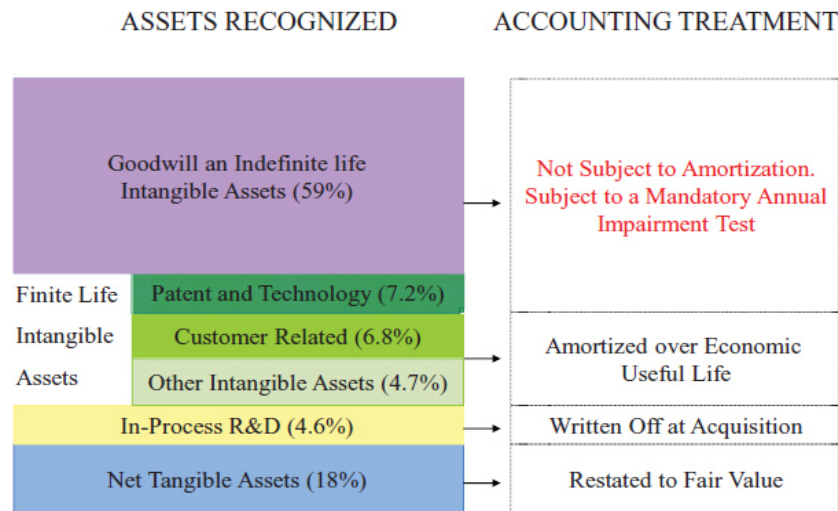
Segundo Ramanna (2008), a tipologia de empresas mais propensas à discrição dos gestores em processos de concentração empresarial são as maiores e com um grande número de unidades de negócio, elevados rácios “Capitalização Bolsista/Capitais Próprios Contabilísticos” (*PBV*) e grande proporção de ativos líquidos sem valores de mercado observáveis. No fundo, o *goodwill* adquirido representa benefícios económicos futuros esperados pela adquirente, os quais são gerados pelas unidades de negócio como um todo, pelo que a distinção não é racional e fiável, tornando-se arbitrária e não verificável. Assim, quanto mais numerosos forem os segmentos de negócios, maior

tenderá a ser o rácio *PBV* e maior será a flexibilidade concedida aos gestores da empresa adquirente no sentido destes determinarem as imparidades futuras. Por fim, rubricas como contas a receber, ativos fixos tangíveis e meios monetários são facilmente verificáveis quanto ao seu valor, pelo que empresas com uma maior proporção de ativos intangíveis específicos e *goodwill*, não verificáveis no mercado líquido, tenderão a usar a flexibilidade permitida na estimativa do valor presente para manipular os futuros testes de imparidade (Shalev *et al.*, 2013).

Shalev *et al.* (2013) verificam que os *CEO* cujo pacote remuneratório está fortemente dependente dos bónus relacionados com os resultados da empresa têm uma maior propensão a alocar uma parte considerável do preço de aquisição ao *goodwill*. Não sendo este item amortizado e podendo evitar o reconhecimento atempado de imparidades, os gestores conseguem um incremento dos resultados e dos bónus a curto e médio prazos. Por outro lado, no caso de gestores cuja remuneração está mais dependente de medidas como o fluxo de tesouraria gerado, o volume de negócios ou o crescimento dos resultados, a sobreavaliação do *goodwill* diminui expressivamente, dado que a influência de medidas contabilísticas é anulada, antes sendo mais relevante a capacidade de gerar meios monetários, o incremento da base de receitas ou a sustentabilidade do negócio.

Assim, será interessante observar como as alocações de valor foram efetuadas, atendendo ao gráfico presente no estudo de Shalev *et al.* (2013). O autor demonstra a proporção média atribuída às diferentes classes de ativos e passivos durante a alocação do preço de aquisição e o respetivo tratamento contabilístico conferido a essas classes, sendo de destacar o *goodwill*, o qual representou em média cerca de 59% da consideração transferida.

Imagem 1 – O processo de alocação do preço de aquisição



Fonte: Shalev *et al.* (2013, pág.838)

Deste modo, conclui-se que as remunerações indexadas a indicadores contabilísticos estão fortemente associadas a práticas de manipulação dos resultados. Ainda assim, dada a forte ligação entre os resultados e a remuneração, no ano em que seja reconhecida uma imparidade, os gestores poderão observar uma diminuição agressiva do seu vencimento, pelo que este efeito acaba por atenuar a sobreavaliação desmedida do *goodwill*.

3.1.2. Incentivos relacionados com os aspetos operacionais e financeiros

Até 2005, o forte crescimento da atividade de aquisições e fusões na Europa deveu-se essencialmente ao processo de liberalização em setores como as telecomunicações, energia e serviços postais. A partir desse ano, as grandes e diversificadas empresas acabaram por efetuar esforços no sentido da sua reestruturação, reduzindo a sua diversificação e integração, passando a vender as unidades de negócio secundárias e a incorrer em aquisições de empresas para fortalecer o seu negócio principal. Quando o crescimento no mercado interno desacelerou, os gestores tenderam a procurar alvos em mercados externos, pelo que a proporção de adquiridas estrangeiras foi manifestamente superior.

As sinergias operacionais incluem menores custos operacionais resultantes de economias de escala (poupança de custos conseguida pela combinação das entidades, através da redução do número de fábricas e armazéns, da limitação da força de vendas e da otimização dos recursos humanos administrativos), maiores preços praticados pelo aumento da quota de mercado, conquista de novos segmentos de mercado através de novos canais de venda ou de novos setores geográficos. Adicionalmente, podem surgir sinergias financeiras através de uma menor taxa de custo de capital ou de uma maior capacidade de obter empréstimos, devido ao aumento da dimensão da empresa e da diversificação de negócios. No fundo, as sinergias tomam a forma de vendas futuras, poupança de custos pelas economias de escala atingidas e custo de capital mais reduzido.

A vantagem de uma aquisição ou fusão em relação ao crescimento orgânico ou ao investimento em instrumentos financeiros é o aumento imediato verificado no volume de negócios e nos resultados consolidados, o qual acaba por justificar a manutenção de uma eventual sobreavaliação da adquirente. Por outro lado, o crescimento orgânico necessita de um lapso temporal muito maior para evidenciar consequências contabilísticas e o investimento em instrumentos financeiros permite, no máximo, um ganho modesto.

“Quanto mais combinações de negócios uma empresa efetuar no contexto da sua estratégia competitiva, mais célere e visível se torna o seu processo de acumulação nas peças contabilísticas e nos reportes financeiros, incrementando a heterogeneidade entre empresas” (Pieri, 2010, pág.28; tradução própria)

Será então de destacar um elemento de heterogeneidade entre os relatórios financeiros das empresas no que diz respeito à temática do *goodwill* e aos rácios financeiros utilizados pelos analistas: a forma de crescimento empresarial. Isto é, para a mesma proporção de endividamento, as interpretações serão iguais para uma empresa que aposta no crescimento por aquisições (com uma estrutura de balanço mais pesada e com valores de *goodwill* reconhecidos) e para uma empresa que aposta no crescimento

orgânico (estrutura mais leve, dado o não reconhecimento do *goodwill* gerado internamente)?

De referir que as empresas cujos negócios foram realizados tendo em mente a redução de custos identificaram facilmente as áreas específicas para as sinergias necessárias, acabando por implementar rapidamente os seus programas de eficiência organizacional. Por outro lado, empresas cuja motivação era o incremento do volume de negócios acabaram por ter uma tarefa mais dificultada, uma vez que pretendiam adquirir e lançar novos produtos ou novos mercados. As empresas que pretendiam adquirir tecnologias inovadoras ou patentes acabaram por pagar um preço demasiado elevado, dados os múltiplos negociados (KPMG e Kaplan, 2007).

Em alguns casos, a diferença no tratamento contabilístico do *goodwill*, ao nível das contas consolidadas, pode levar, com uma postura mais conservadora, a uma transição de resultados líquidos positivos para prejuízos, com as respetivas consequências em termos de possibilidade de distribuição de dividendos. Assim, fica demonstrado que uma maior alocação de valor ao *goodwill* tende a favorecer as futuras distribuições de reservas, beneficiando os acionistas das empresas adquirentes e prejudicando os restantes *stakeholders*, dado que a empresa acabará por ser, a longo prazo, menos sustentável do ponto de vista financeiro.

O estudo de KPMG e Kaplan (2007) sobre os fatores críticos de sucesso dos processos de fusões e aquisições confirma que quando as concentrações de atividades empresariais são efetuadas com base em dinheiro têm um índice de sucesso muito superior relativamente a aquisições cuja contrapartida são as ações da empresa adquirente. As empresas que utilizam as suas próprias ações para adquirir negócios tendem a olhar para estas como um meio mais barato do que o próprio dinheiro, pois acreditam que as suas ações estão sobreavaliadas no mercado. No entanto, uma vez que a maior parte dos negócios pagos em dinheiro são financiados com capital alheio, as empresas acabam por ver reforçado o retorno dos capitais próprios, dado o efeito da alavancagem financeira. Por sua vez, as adquirentes com um *PER* reduzido não podem entrar em negócios arriscados, pelo que são mais ponderadas a efetuar negócios, acabando por ser mais

bem-sucedidas do que as que apresentam rácios superiores. Estas decidem aproveitar a sobreavaliação das suas ações para entrar em processos de concentração empresarial, muitas vezes de racionalidade económica questionável.

Podemos assim verificar que o modo de pagamento é uma questão muito relevante nestes processos, por vários motivos:

- A forma de pagamento pode ter consequências fiscais diferentes para a empresa adquirente e para os acionistas da empresa adquirida;
- Para a parte vendedora, a consideração paga em dinheiro é a opção mais direta e menos arriscada; para a parte compradora, o pagamento em dinheiro tem a desvantagem de diminuir a liquidez disponível, sendo que em transações de elevado volume o pagamento em dinheiro só poderá ser conseguido através de endividamento adicional, o que implica rácios de alavancagem superiores e possivelmente uma deterioração dos *ratings*;
- Se a consideração for paga em ações da adquirente, esta tem a vantagem de não ver diminuída a sua liquidez, embora a participação seja diluída, dado que os atuais acionistas terão de partilhar o controlo da empresa com os anteriores proprietários da empresa adquirida;
- Caso a moeda de troca seja as ações da empresa adquirente, tal poderá sinalizar ao mercado que os gestores acreditam que as ações estão sobreavaliadas, bem como que não estão completamente convencidos de que a operação será bem-sucedida. Ou seja, os anteriores proprietários da empresa adquirida acabam por participar na entidade combinada, o que significa que partilham os riscos do negócio.

3.2. O cumprimento das divulgações obrigatórias

A convergência contabilística verificada a nível mundial, que está na génese das *IFRS*, tem como principal causa a globalização dos mercados de capitais, a qual suscitou uma maior necessidade informativa dos investidores, analistas e reguladores, tendo em mente uma maior transparência e uma maior comparabilidade entre os reportes financeiros das empresas (Glaum *et al.*, 2013).

3.2.1. O cumprimento das normas de divulgação e os seus fatores determinantes

Archambault e Archambault (2003) referem que, após os escândalos financeiros do início do século XXI, nomeadamente o caso “Enron”, as empresas passaram a providenciar voluntariamente uma maior carga informativa nos seus reportes financeiros. Para evitar que apenas fosse um comportamento reativo, a imposição de divulgações obrigatórias foi a solução. À medida que os níveis educacionais dos países aumentam, o número de utilizadores de informação financeira tenderá a subir, fazendo pressão para que a quantidade de divulgação corporativa efetuada incremente na mesma proporção.

Os mesmos autores constataam que as fortes relações entre os níveis de divulgação e os sistemas nacionais e culturais de cada país indicam que a aceitação de regras emanadas por um corpo normativo terá uma grande resistência, uma vez que a divulgação informativa é essencialmente uma função dos fatores de cariz cultural dos países, embora o envolvimento nos mercados internacionais conflua no sentido de um maior cumprimento das normas obrigatórias.

Cheung *et al.* (2006), no seu estudo para o mercado asiático, referem que a crise financeira de 1997 que atingiu a região sublinhou a necessidade de mudanças no paradigma financeiro e de gestão das empresas, tendo concluído que as causas corresponderam à escassez de divulgações e às práticas de gestão pouco transparentes. A principal razão para o foco nas normas de divulgação e transparência prende-se com o facto de estas serem o garante da proteção dos direitos dos acionistas. Apenas com

práticas empresariais transparentes e completamente divulgadas, os acionistas se podem sentir confiantes quando atribuem os seus recursos financeiros.

Estes autores constataam que para mercados de capitais mais desenvolvidos existem infraestruturas financeiras organizadas, uma base de investidores mais sofisticada, uma maior cobertura pelos analistas, bem como regimes legais e regulatórios que impõem eficazmente os normativos. Por sua vez, em mercados financeiros pouco desenvolvidos, nem todos os mecanismos de suporte necessários ao seu funcionamento existem, pelo que os investidores tendem a confiar noutras soluções para incrementar os níveis de divulgação e transparência, como é o caso dos governos corporativos. Como refere Francis *et al.* (2008), as empresas que estejam localizadas em regiões onde se verifique uma carência no desenvolvimento institucional acabam por ter no reporte financeiro e nas estruturas diretivas empresariais dois mecanismos substitutos na procura das correções das imperfeições do mercado.

“... está documentado que as empresas não cumprem com as divulgações obrigatórias das normas de reporte financeiro. Esta evidência está em linha com o argumento de que a existência de legislação e de instituições de supervisão não garantem o cumprimento das disposições legais” (Tsalavoutas, 2011, pág.390; tradução própria)

Francis *et al.* (2008) referem que as empresas não cotadas possuem igualmente motivos para um reporte financeiro de elevada qualidade, dados os incentivos de natureza contratual (fornecedores, credores, clientes, parceiros estratégicos). Assim, acabam por adotar voluntariamente as *IAS/IFRS*, diminuindo as assimetrias de informação entre os gestores, acionistas e as partes externas, bem como facilitando consequentemente os processos de contratualização e monitorização. Mesmo em países com um ambiente de negócios pouco transparente, as empresas tendem a divulgar mais e melhor quando dependem de financiamento externo.

Segundo Glaum *et al.* (2013), as práticas de divulgação nunca são as socialmente ótimas, na medida em que existem sempre custos envolvidos:

- Custos diretos de recolha, processamento e publicação da informação;
- Custos indiretos associados à divulgação de informação privada do negócio ou com risco elevado de litigância, na medida em que o cumprimento das divulgações pode acabar por ser prejudicial para a empresa que presta a informação, dada a perda de competitividade ou a divulgação de informação sensível e confidencial;
- Custos de agência entre os gestores e os restantes *stakeholders*, uma vez que uma divulgação completa pode colocar em causa a reputação da gestão ou um maior escrutínio das suas ações por parte dos intervenientes do mercado.

Ou seja, as empresas que mais divulgam são vistas como responsáveis e representam as boas práticas, sendo recompensadas pelos investidores. Tal facto é consistente com as premissas da teoria da sinalização, as quais referem que um maior cumprimento normativo se traduz numa maior vantagem competitiva, dado que as empresas incorrem nos custos informacionais necessários e diferenciam-se das restantes empresas do mercado, especialmente num ambiente com pouca supervisão e poucos mecanismos de imposição.

Tal como referem Ahmed e Courtis (1999), estudos empíricos que investigam as relações entre as características das empresas e as divulgações nos relatórios anuais já existem desde 1961, pelo que é uma temática bastante estudada. O artigo por eles escrito revela, numa análise a 29 estudos anteriores, que existe efetivamente uma relação estatística positiva entre os níveis de divulgação e a dimensão da empresa, o seu nível de endividamento e o facto de ser cotada em mercado regulamentado. Por sua vez, não existe uma relação significativa entre as divulgações e a rentabilidade e o tipo de auditor das empresas analisadas. As principais diferenças entre os estudos prendem-se essencialmente com a construção dos índices de divulgação, a definição das variáveis explicativas e os procedimentos de obtenção dos dados.

Fekete *et al.* (2008), utilizando variáveis como a dimensão da empresa, a rentabilidade, o endividamento, o tipo de auditor e o setor de atividade, para o mercado húngaro, verificam que são as maiores empresas e as pertencentes ao setor das tecnologias da

informação e comunicação as que mais cumprem com as divulgações obrigatórias exigidas pelas *IFRS*. Será de referir que o índice de divulgação médio obtido foi de 62%. O facto de terem sido as empresas intensivas em tecnologia, mais ávidas de recursos, a divulgar mais informação, denota que pretendem manter a credibilidade, o prestígio e a capacidade de obter mais recursos financeiros externamente.

Othman e Zeghal (2010) verificam que empresas sedeadas em países no Médio Oriente e no Norte de África com ligações históricas ao Reino Unido apresentam índices de transparência e de divulgação superiores aos das empresas sedeadas em países com ligações históricas a França. Observa-se que a cultura de negócios, a dimensão da empresa e a importância dos ativos intangíveis no balanço afetam positivamente os níveis de transparência e de divulgação nesta região. Não deixa de ser interessante verificar que a própria dinâmica dos mercados de capitais nos países com ligações económicas e culturais a França (Líbano, Marrocos e Tunísia) é bastante mais diminuta quando comparada com a dinâmica observada nos países com relações económicas com o mundo anglo-saxónico (Egito, Israel, Jordânia, Koweit), medida pelo número de empresas transacionadas publicamente. Os autores concluem assim que a herança colonial é provavelmente o fator mais relevante para o sistema financeiro em muitos países fora da Europa, o que denota o exemplo que os países europeus têm de proporcionar em matéria de cumprimento dos normativos.

Para o mercado grego e no que diz respeito à *IFRS* 3, o valor médio obtido foi de 70%, dada a maior complexidade da norma e os custos de divulgação de informação privada do negócio (Tsalavoutas e Dionysiou, 2014). Estes autores verificam que com o grau de cumprimento das divulgações obrigatórias estão associados a capitalização bolsista, a rentabilidade líquida, o nível de endividamento, o setor de atividade e a dimensão da empresa.

“Os investidores não compreendem devidamente o nível de informação prestada ao mercado e conseqüentemente não a valoram da forma mais adequada” (Shalev, 2009, pág.240; tradução própria)

Os preparadores da informação financeira não cumprem com os requisitos de divulgação presentes nas normas, essencialmente pelo facto da informação a divulgar ser complexa, o que leva a que os investidores não estejam capacitados para perceber se a divulgação está ou não completa. Aliás, Tsalavoutas (2011) constata que as empresas não cumprem com as divulgações obrigatórias presentes nas normas contabilísticas, mesmo perante a existência de legislação e de instituições reguladoras e de supervisão. Segundo este autor, os níveis de divulgação estão dependentes dos países onde as empresas reportantes se encontram e dos seus fatores característicos, isto é, dos seus próprios sistemas de reporte financeiro e da cultura contabilística subjacente, pelo que a adoção das *IAS/IFRS* não será sinónimo direto de um maior cumprimento com as divulgações obrigatórias.

A falta de orientação proporcionada aos preparadores da informação financeira culminou assim em divulgações pouco claras, complexas e de relevância dúbia. Neste sentido, a simplificação dos conteúdos a divulgar será fulcral para um maior cumprimento com o normativo e para que os leitores dos relatórios e contas das empresas sintam que a informação analisada é relevante, comparável e fidedigna.

3.2.2. As divulgações exigidas pela IFRS 3 e a sua complexidade

Decorrente da nova estratégia de harmonização contabilística a nível comunitário e dando cumprimento ao estabelecido no Regulamento 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, as sociedades com valores cotados num qualquer mercado regulamentado da União Europeia são obrigadas a apresentar as suas demonstrações financeiras consolidadas de acordo com as *IAS/IFRS*. Por força da adoção da *IFRS 3*, desde 2005 que as sociedades têm de divulgar uma série de conteúdos informativos sobre as concentrações de atividades empresariais.

Esta norma aumentou exponencialmente a complexidade da contabilização e divulgação do *goodwill*, quer em termos das técnicas exigidas na mensuração subsequente (Monteiro, 2013), quer no que respeita à natureza e nível de divulgações exigidas.

Conforme o parágrafo IN13, respeitante à Introdução da *IFRS 3*, as empresas adquirentes devem divulgar as informações pertinentes aos utilizadores das demonstrações financeiras, que lhes permitam avaliar a natureza e o efeito financeiro das concentrações de atividades empresariais. Por sua vez, os parágrafos 59 a 63 referem que esta divulgação deve ser efetuada para concentrações de atividades empresariais que tenham sido realizadas em exercícios económicos anteriores, ocorram durante o período de relato financeiro e após este mas até que a emissão das demonstrações financeiras seja autorizada. Permite-se igualmente uma divulgação voluntária, caso os parágrafos específicos não atinjam os objetivos referidos, ou seja, o esclarecimento dos utilizadores da informação financeira.

Atendendo à complexidade dos processos de concentração empresarial, a *IFRS 3* permite que uma entidade determine provisoriamente o valor do *goodwill* no fim do período anual em que seja efetuada a operação, podendo reconhecer eventuais ajustamentos durante os 12 meses após a data de aquisição, dadas as dificuldades na obtenção de toda a informação necessária e as restrições temporais e de recursos humanos.

Tendo em conta a quantidade de divulgações obrigatórias e os graus de cumprimento observados, será importante o *IASB* repensar o atual normativo e eliminar os parágrafos divulgativos cuja relação custo-benefício seja desfavorável, com o intuito de potenciar a aplicação prática da *IFRS 3* e de incrementar a transparência, a clareza e a comparabilidade.

Baboukardos e Rimmel (2014) argumentam que uma justificação insuficiente das estimativas, previsões e julgamentos dos gestores deve culminar na apresentação de números contabilísticos pouco fiáveis e relevantes e na penalização pelo mercado. Caso contrário, as exigências de divulgação extensas da *IFRS 3* são percecionadas como não tendo impacto para os preparadores e utilizadores da informação financeira, levando ao questionamento da própria utilidade das normas.

3.2.3. Os estudos sobre o cumprimento das divulgações exigidas pela IFRS 3

O presidente do IASB, Hans Hoogervorst, em Julho de 2013, participou numa conferência e apresentou um texto intitulado “*10 good proposals to make disclosures more effective*”. No seu seguimento, o FASB e o EFRAG expressaram igualmente as suas preocupações acerca da quantidade de divulgações obrigatórias e da necessidade de um quadro-resumo. Tsalavoutas *et al.* (2014) referem que a revisão levada a cabo por estes organismos deve ter em conta a definição de materialidades. Adicionalmente, na ausência da divulgação exigida, as IFRS deviam impor às empresas que apresentassem uma declaração explícita sobre a razão pela qual não divulgaram ou porque a mesma é impraticável, reduzindo assim a assimetria de informação e melhorando a comparabilidade entre empresas.

O grau de cumprimento das divulgações obrigatórias apresenta valores entre os 70% e os 80% na maioria dos estudos desta temática (Tsalavoutas, 2011), verificando-se igualmente uma grande variabilidade nos resultados. O país de origem é uma grande influência, devido aos sistemas de reporte financeiro específicos dos países, comprovando que a adoção generalizada das normas internacionais não se traduz necessariamente num maior grau de cumprimento das divulgações obrigatórias.

“A quase inexistência de estudos fora do paradigma da contabilidade anglo-saxónica levanta a questão de se os seus resultados são aplicáveis aos países com diferentes padrões contabilísticos, especialmente depois da adoção obrigatória das IFRS por estes países” (Baboukardos e Rimmel, 2014, pág.4; tradução própria)

Shalev (2009), para o mercado americano, constata que apenas em 67% das concentrações empresariais é divulgada a principal razão para a realização da operação no anexo às demonstrações financeiras. Apenas 13% das empresas adquirentes divulgaram os fatores que contribuíram para o reconhecimento do *goodwill*. Em 34%, as empresas adquirentes divulgaram a alocação do justo valor aos ativos e passivos adquiridos. Em geral, os resultados evidenciam uma variabilidade de níveis de divulgação elevada tanto entre empresas como nos itens a divulgar. Será de referir que a

métrica de materialidade que melhor explica os níveis de divulgação é o rácio entre o preço de aquisição e o total de ativos pré-aquisição da empresa adquirente, sendo que as divulgações incrementam substancialmente quando perante negócios cujo rácio é superior a 5%.

Tsalavoutas (2011) apresenta uma série de características que influenciam os níveis de divulgação, nomeadamente relacionadas com a estrutura e a performance da empresa e o próprio mercado: dimensão, autonomia financeira, liquidez, rentabilidade, tipo de auditor e setor de atividade. Para estudar, na Grécia, o cumprimento com a *IFRS 3*, o autor considera um total de 20 itens, chegando a um valor médio de 72%, com um desvio-padrão de 31%, o que denota a grande variabilidade de resultados, muito por culpa de a *IFRS 3* exigir a divulgação de informação privada do negócio, a qual se for detalhada pode acabar por prejudicar a própria empresa que a divulga.

Glaum *et al.* (2013), no seu estudo com os 17 principais mercados de capitais europeus, para testar o cumprimento com as divulgações exigidas pela *IFRS 3* e *IAS 36*, verificaram que existe uma relação significativa e positiva entre os índices de divulgação e a dimensão do *goodwill* no balanço das empresas, a reputação do auditor e a origem geográfica escandinava ou anglo-saxónica. É notório o maior cumprimento com as divulgações exigidas por parte dos países anglo-saxónicos e escandinavos (78% a 82%). Por sua vez, embora o limite máximo seja superior, verifica-se uma maior variabilidade de níveis de divulgação e um limite inferior bastante baixo no caso dos países de origem francesa e germânica (56% a 85%).

Mazzi *et al.* (2014), para uma amostra de empresas europeias, verificam o nível de cumprimento das divulgações obrigatórias exigidas pela *IFRS 3* e *IAS 36*, obtendo uma média de 82% com uma grande variabilidade, mas tendencialmente crescente no período analisado. Os resultados evidenciam que a não divulgação ocorre essencialmente em relação a informação privada do negócio e informação reveladora dos julgamentos e expetativas dos gestores.

Tsalavoutas *et al.* (2014), na análise ao cumprimento das divulgações obrigatórias da *IFRS 3*, *IAS 36* e *IAS 38* no ano de 2010, validam que os processos de concentração empresarial estão relacionados com as condições de crescimento económico, verificando que nos países menos afetados pela crise económica as empresas mantiveram o seu investimento na aquisição de novos negócios (ex: Alemanha e Reino Unido).

As principais conclusões a retirar do estudo são as seguintes:

- ✓ A grande maioria das empresas divulga o preço de aquisição e o método de pagamento da consideração atribuída aos anteriores proprietários da empresa adquirida;
- ✓ Apenas um quarto das empresas que reconhecem *goodwill* efetuam uma descrição qualitativa dos fatores que as levaram ao seu reconhecimento, sendo geralmente esta uma pequena afirmação de que são esperadas sinergias, o que denota uma falta de orientação sobre o que é expectável ser divulgado;
- ✓ Apenas uma pequena parte divulga que o método de mensuração dos interesses minoritários é o *full goodwill*, o que denota que o novo método não é uma opção largamente utilizada;
- ✓ Sem a orientação devida sobre quando e como os itens devem ser divulgados, as empresas acabam por fornecer informação divergente acerca das concentrações de atividades empresariais, afetando consequentemente o grau de comparabilidade. Do ponto de vista do utilizador da informação financeira, não é perceptível se esta divergência é causada pelo facto de as empresas não considerarem as aquisições como materiais, não entenderem e interpretarem devidamente as exigências de divulgação ou simplesmente não divulgarem intencionalmente os conteúdos necessários.

4. Estudo empírico

Tendo em conta o *background* teórico dos dois capítulos anteriores, vamos então concretizar o estudo empírico. Tal será efetuado em três fases:

- Apresentação dos objetivos a que o estudo se propõe atingir;
- Descrição do processo de escolha da amostra;
- Exposição dos processos e procedimentos metodológicos a serem seguidos e explicitação das variáveis e hipóteses a serem testadas.

4.1. Objetivos do estudo

“Apesar da incontestável existência (e por vezes abundância) de divulgações obrigatórias, a literatura sobre o tema está maioritariamente concentrada nos efeitos das divulgações voluntárias” (Mazzi *et al.*, 2014, pág.8; tradução própria)

Segundo estes autores, os anteriores investigadores partem do pressuposto de que não existem variações relevantes nos níveis das divulgações obrigatórias, mas a evidência empírica demonstra que mesmo nos países desenvolvidos, com mecanismos de imposição fortes, os índices de divulgação ainda estão longe dos 100%. Deste modo, o principal objetivo deste estudo é verificar se as empresas possuem um comportamento semelhante ao nível das divulgações obrigatórias presentes na *IFRS* 3, bem como averiguar se o cumprimento do normativo tem sofrido melhorias, dada a maior preocupação das instituições supranacionais com o esclarecimento da natureza e dos objetivos dos conteúdos a divulgar, com o intuito de tornar a informação mais uniforme, comparável e relevante para a tomada de decisões dos agentes económicos.

“As pesquisas futuras podiam explorar quais são os fatores determinantes dos níveis de cumprimento com as divulgações obrigatórias das IFRS, depois de 2005” (Tsalavoutas, 2011, pág.403; tradução própria)

Akman (2011) e Hodgdon *et al.* (2008) referiram que deveriam ser efetuados estudos que incluíssem demonstrações financeiras de um período de tempo mais alargado e mais recentes, de vários países e de diferentes dimensões, para verificar a evolução das divulgações e dos impactos dos aspetos culturais.

Assim, tendo em mente o propósito do trabalho e as sugestões dos autores, um dos grandes objetivos será perceber se existem disparidades ao nível da origem geográfica das empresas adquirentes, devido às influências culturais, políticas e sociais dos países onde as empresas possuem a sua sede e respetivos constrangimentos a uma aplicação eficaz do normativo contabilístico aplicável. Segundo Glaum *et al.* (2013), nos anos mais recentes, os países europeus têm reforçado a autoridade e poder concedidos à supervisão dos mercados de capitais e forçado à adoção completa das normas internacionais de contabilidade.

Para além da origem geográfica das empresas, será igualmente importante investigar quais as razões idiossincráticas, industriais e normativas que melhor explicam os níveis de divulgação das concentrações de atividades empresariais, como sejam: a dimensão da empresa adquirente, a relevância da aquisição nos ativos da empresa adquirente, a rentabilidade dos ativos e a autonomia financeira da empresa adquirente, o potencial de crescimento da empresa adquirente, o setor de atividade da empresa adquirente e a entidade que efetua a sua revisão oficial de contas.

4.2. Amostra do estudo

Para conseguir concretizar este estudo, a base de dados “*Zephyr*” será utilizada para obter uma amostra representativa do universo das concentrações de atividades empresariais, efetuadas entre 2010 e 2014 pelas empresas pertencentes às principais praças bolsistas europeias, as quais disponibilizam ao público em geral os seus relatórios e contas nos sítios oficiais na internet. A opção pelo ano de 2010 está relacionada com o facto de a *IFRS* 3 ser menos exigente em termos de divulgações obrigatórias até ao exercício de 2009, ou seja, antes da versão revista, a qual tem aplicação nos exercícios iniciados após Julho de 2009.

Tal como Kimbrough (2007), iremos analisar um período relativamente largo e os processos de aquisição e fusão economicamente significativos. Quanto aos países considerados, PWC *et al.* (2011) utilizaram os 12 principais índices bolsistas europeus para a sua amostra: Áustria, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Holanda, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido. No seu estudo, foram retiradas da amostra as empresas que não tivessem os relatórios e contas em língua inglesa e que não reportassem de acordo com as *IFRS*. O mesmo método será agora utilizado, embora acrescentando países e os seus principais índices bolsistas à amostra: Bélgica, Grécia, Noruega e Portugal.

Foram incluídos no presente estudo os processos correspondentes à aquisição de controlo por parte da empresa adquirente. Ou seja, foram tomadas em conta todas as operações que culminaram na obtenção do controlo da empresa adquirida via participação maioritária no seu capital social. Adicionalmente, como constatado noutros estudos e evidenciado na revisão de literatura, não serão tidas em conta as empresas do setor financeiro (bancos e seguradoras). Os critérios de pesquisa e observações resultantes na base de dados “*Zephyr*” foram os seguintes:

- ✓ Fase 1. Empresas Cotadas + Processos de Aquisição e Fusão + Negócios Completos + País da Adquirente (Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido) + Índices Bolsistas das Empresas Adquirentes (AEX, ATX, BEL 20, CAC40, DAX, FTSE 100, FTSE ATHEX, FTSE MIB, IBEX 35, ISEQ 20, OMX COPENHAGEN 20, OMX HELSINKI 25, OMX STOCKHOLM 30, OSEAX, PSI 20, SMI) + Data da Finalização da Operação (01-01-2010 a 31-12-2014): 2.600 observações
- ✓ Fase 2. Eliminação dos bancos e das seguradoras + Eliminação dos negócios sem constituição de interesses maioritários + Eliminação das Aquisições sem valor do negócio mencionado: 547 observações

- ✓ Fase 3. Consideração dos processos materialmente mais relevantes, dadas as restrições temporais associadas à realização do estudo empírico: 200 observações (ver Anexo 1)

4.3. Metodologia do estudo

A metodologia adotada para o estudo empírico é de natureza quantitativa, baseada na recolha de dados patentes nos relatórios e contas das empresas adquirentes. Adicionalmente, uma abordagem mais qualitativa será tida em consideração, nomeadamente através do levantamento da informação presente no relatório de gestão e no anexo às contas sobre as divulgações referentes aos respetivos processos de concentração empresarial. Face aos estudos publicados, procura-se um procedimento metodológico alternativo, nomeadamente:

→ Alterar a forma de quantificação do índice de divulgação, não considerando apenas 0 ou 1 consoante haja um cumprimento integral dos parágrafos referentes à divulgação, havendo antes uma escala de 0 a 2 (com base no estudo realizado por Cheung *et al.*, 2006), a qual teria a seguinte distribuição (ver Anexo 2):

- ✓ A entidade não divulga de todo qualquer conteúdo mencionado no parágrafo (0 pontos);
- ✓ A entidade cumpre parcialmente o parágrafo, isto é, divulga pelo menos um conteúdo, mas não chega a divulgar tudo o que o parágrafo exige; ou o parágrafo possui apenas um conteúdo divulgativo (1 ponto);
- ✓ A entidade divulga todo o conteúdo exigido pelo parágrafo, caso este tenha mais do que um conteúdo divulgativo (2 pontos).

Para verificar quais as características que mais impacto têm no índice de divulgação será utilizado um modelo de regressão linear múltipla (presente no capítulo seguinte), em que a variável dependente será o respetivo índice de divulgação e as variáveis

explicativas serão as características das empresas adquirentes, a indústria em que se inserem, a origem geográfica e o auditor das mesmas. O método econométrico utilizado para testar o modelo será o Método dos Mínimos Quadrados, sendo que a respetiva aplicação prática será feita através do software “*E-Views*”. Este método não está isento de críticas, como os resultados insignificantes ou o poder estatístico inflacionado, consoante se opte pelo modelo agregado ou desagregado (Dong e Stettler, 2011), mas continua a ser o mais usado e objetivo.

Para verificar os impactos da introdução das variáveis de controlo, vamos considerar 4 fases:

- **Fase 1:** Avaliar o impacto das características das empresas nos índices de divulgação – modelo simples
- **Fase 2:** Avaliar a melhoria observada no modelo com a adição da variável associada ao setor de atividade da empresa adquirente (*cluster* industrial)
- **Fase 3:** Avaliar a melhoria observada no modelo com a adição da variável associada ao país onde está sediada a empresa adquirente (*cluster* geográfico)
- **Fase 4:** Avaliar a melhoria observada no modelo com a adição das variáveis associadas ao auditor (*cluster* normativo) – modelo desenvolvido

Para assegurar que não é perdida nenhuma informação relevante, para além de analisarmos as notas referentes ao *goodwill* e às concentrações de atividades empresariais, iremos procurar na versão eletrónica dos relatórios e contas pelas seguintes palavras-chave: “*IFRS 3*”, “*business combinations*”, “*goodwill*”, “*acquisition*”, “*purchase price allocation*”, nome da empresa adquirida.

4.3.1. Variável dependente: Índice de divulgação

O índice de divulgação terá em conta aspetos quantitativos e aspetos qualitativos na sua determinação, ou seja, não só pretende demonstrar se as empresas cumprem ou não com as normas de divulgação patentes na *IFRS 3* como também aferir da completude e detalhe proporcionados pelas divulgações efetuadas.

Tendo como fonte diversos estudos sobre a temática das divulgações (Archambault e Archambault, 2003; Glaum e Street, 2003; Fekete *et al.*, 2008; Hodgdon *et al.*, 2008; Othman e Zeghal, 2010; Kang e Gray, 2011; Tsavaloutas, 2011; Akman, 2011; Galani *et al.*, 2011; Glaum *et al.*, 2013; Monteiro, 2013; Mazzi *et al.*, 2014; Silva e Aleixo, 2014; Tsalavoutas e Dionysiou, 2014; Baboukardos e Rimmel, 2014; Tsalavoutas *et al.*, 2014), podemos verificar que os autores tendem a utilizar a construção de índices de divulgação como forma de avaliar o cumprimento das normas por parte dos preparadores da informação financeira, uma vez que se trata de um método de generalizada aceitação e com eficácia ao nível da mensuração do respetivo cumprimento. Tsalavoutas (2011) refere que a maioria dos estudos apenas utiliza um índice de divulgação para medir o cumprimento normativo, comumente designado de “*dichotomous approach*” (desenvolvido por Cooke, em 1992). Ainda assim, Ahmed e Courtis (1999), Othman e Zeghal (2010) e Baboukardos e Rimmel (2014) referem que este método permite reduzir a subjetividade inerente à definição de pesos/proporções, no caso de estudos com mais do que uma norma em análise.

No entanto, como qualquer método, os índices de divulgação não estão livres de críticas, sendo que a principal prende-se com a não captação da qualidade das divulgações efetuadas pelas empresas. Ou seja, dada a subjetividade inerente aos processos de avaliação de divulgações empresariais, uma escala binária torna-se muito redutora e possivelmente não capta devidamente a respetiva qualidade. Assim, será utilizada uma escala qualitativa, tendo em conta a exigência do parágrafo de divulgação em causa, diferenciando um pouco da bibliografia analisada, dado que a mesma utiliza uma escala de 0 a 1. O objetivo deste estudo será beneficiar as empresas que se esforçam por divulgar, ainda que parcialmente, os conteúdos exigidos pela norma (Cheung *et al.*, 2006). A escala de 0 a 1 toma de igual forma uma entidade que nada divulga ou uma entidade que divulga 1 conteúdo, embora o parágrafo exija, por exemplo, 2 conteúdos. Tendo em conta o exposto nos parágrafos 59, 60, 61, 62 e 63 da norma, serão analisadas as divulgações e utilizadas as escalas de avaliação presentes no Anexo 2. No final, obter-se-á o rácio que mede o grau de cumprimento das divulgações, dado pela percentagem que resulta do quociente entre as divulgações efetuadas e o número de divulgações aplicáveis.

4.3.2. Variáveis Explicativas

Os 4 grupos de fatores a estudar (idiossincráticos, industriais, geográficos e normativos) darão origem às hipóteses a testar, abaixo explanadas, sendo que para a obtenção dos dados serão consultados os relatórios e contas das empresas adquirentes no ano da aquisição. Uma vez que estamos perante mercados desenvolvidos, as características financeiras das empresas são as mais relevantes na aferição dos níveis de divulgação, quando comparados com mercados em desenvolvimento ou pouco desenvolvidos, em que os fatores culturais e nacionais são essenciais (Cheung *et al.*, 2006; Francis *et al.*, 2008). Deste modo, os fatores idiossincráticos ganham destaque neste estudo empírico. Seguindo a metodologia de Tsalavoutas *et al.* (2014), todos os valores monetários serão convertidos em euros, à data de reporte, com base na informação disponibilizada pelo Banco de Portugal, o qual se encontra sob alçada do Banco Central Europeu.

4.3.2.1. Fatores Idiossincráticos

Dimensão da Empresa Adquirente

Bibliografia de base: Ahmed e Courtis, 1999; Hope, 2003; Bushee e Leuz, 2005; Cheung *et al.*, 2006; Paananen, 2008; Fekete *et al.*, 2008; Ramanna, 2008; Akman, 2011; Galani *et al.*, 2011; Kang e Gray, 2011; Glaum *et al.*, 2013; Tsalavoutas e Dionysiou, 2014; Tsalavoutas *et al.*, 2014.

Quanto maior a dimensão da empresa, maiores tenderão a ser os níveis de divulgação, dado que esta possuirá equipas especializadas em processos de estratégia empresarial e de fusões e aquisições, bem como gabinetes jurídicos e de auditoria interna (Ramanna, 2008; Galani *et al.*, 2011), que poderão contribuir para uma maior carga informativa a transmitir aos agentes económicos.

Adicionalmente, quanto mais notoriedade e importância no setor de atividade tiver, fruto do seu volume de negócios, número de colaboradores, equipa de gestão, entre outros, maior será a pressão do mercado para que esta divulgue melhor as suas práticas (Cheung *et al.*, 2006; Glaum *et al.*, 2013). A maior e melhor divulgação permite

igualmente a redução dos custos de agência e a diminuição das assimetrias de informação entre o *corporate governance* e os *stakeholders* da empresa (Kang e Gray, 2011; Galani *et al.*, 2011). Segundo Hope (2003), os custos de agência incrementam com o montante de capital alheio, sendo que a proporção deste tende a ser superior para as maiores empresas. É igualmente de esperar que as maiores empresas sejam aquelas que detenham um maior número de participações noutras empresas, bem como aquelas que possuem uma estrutura internacional, fatores que contribuem para uma maior necessidade informativa.

No entanto, as empresas, ao mesmo tempo, acabam por ter incentivos para não divulgar detalhadamente a informação, a fim de evitar a atenção dos investidores e dos governos (Tsalavoutas *et al.*, 2014). Segundo Paananen (2008), as empresas mais pequenas possuem um ambiente informacional mais propício a práticas de manipulação dos resultados.

Será de destacar que a divulgação excessiva de informação privada do negócio tenderá a possuir um maior impacto nas pequenas empresas, pois o custo de perder vantagens competitivas é relativamente superior, quando comparado com o incorrido pelas grandes empresas, as quais estão naturalmente mais protegidas, com quotas de mercado superiores, mercados bem definidos e fiéis à empresa, ativos patenteados e equipas de advogados especializadas. Assim, as empresas pequenas procuram evitar a divulgação de informação para não perderem a sua competitividade (Akman, 2011; Galani *et al.*, 2011).

Segundo Ahmed e Courtis (1999), a dimensão das empresas tem persistentemente sido observada como uma variável positivamente relacionada com os níveis de divulgação prestados, o que sugere que as maiores empresas seguem as melhores práticas de divulgação. Tal é consequência destas reportarem um portefólio de atividades bastante amplo, darem uma resposta às expectativas informacionais de uma base acionista difusa e possuírem uma infraestrutura informacional completa e dinâmica.

A *proxy* utilizada será precisamente os ativos totais da empresa adquirente no período imediatamente anterior àquele em que se realizou a concentração de atividades empresariais.

Assim, as hipóteses que se pretendem testar são as seguintes:

H0: A dimensão da empresa adquirente não tem impacto no índice de divulgação.

H1: Quanto maior a dimensão da empresa adquirente, maior será o índice de divulgação.

Relevância da Aquisição nos Ativos da Empresa Adquirente

Bibliografia de base: Shalev, 2009; Monteiro, 2013; Baboukardos e Rimmel, 2014; Tsalavoutas et al., 2014.

O preço pago por um negócio possui um cariz fundamental nos processos de concentração empresarial, pelo que tende a impactar nos níveis informacionais prestados ao mercado. Quanto maior o preço de aquisição relativamente aos ativos totais da empresa adquirente, maiores tenderão a ser os níveis de divulgação, dado que os seus *stakeholders* exigirão uma explicação mais detalhada sobre as principais motivações subjacentes à aquisição e sobre a racionalidade dos montantes atribuídos, bem como sobre os motivos da não alocação dos montantes a ativos e passivos identificáveis.

Shalev (2009) refere que a métrica que melhor explica os níveis de divulgação das concentrações de atividades empresariais é precisamente o rácio entre o preço de aquisição e os ativos totais pré-aquisição da empresa adquirente, sendo que o índice divulgativo aumenta consideravelmente quando este rácio é superior a 5%.

Monteiro (2013) menciona que quanto maior for a importância do *goodwill*, a qual só é possível quando o preço de aquisição é substancialmente superior ao justo valor dos ativos líquidos identificáveis, maior tenderá a ser o esforço da empresa para justificar os seus montantes, tendo em conta a atenção mediática criada nos analistas, auditores, investidores e mercado em geral.

Segundo Baboukardos e Rimmel (2014), quanto maior o preço atribuído à operação e portanto mais elevado for o valor do *goodwill* no balanço, maior será o valor em risco em caso de reconhecimento de imparidades, pelo que será razoável esperar um maior grau de divulgação nas empresas em que o *goodwill* represente uma grande componente dos seus ativos totais.

De acordo com o estudo de Tsalavoutas *et al.* (2014), uma aquisição empresarial é individualmente material se a consideração transferida for igual ou superior a 5% dos ativos consolidados, bem como se a empresa adquirida contribuir com mais do que 5% para os rendimentos ou lucros consolidados.

O rácio a utilizar será precisamente o quociente entre o preço de aquisição e os ativos totais da empresa adquirente, no período imediatamente anterior à operação.

Assim, as hipóteses que se pretendem testar são as seguintes:

H0: A relevância contabilística da aquisição não tem impacto no índice de divulgação.

H1: Quanto maior a relevância contabilística da aquisição, maior será o índice de divulgação.

Rentabilidade da Empresa Adquirente

Bibliografia de base: Ahmed e Courtis, 1999; Bushee e Leuz, 2005; Cheung *et al.*, 2006; Shalev, 2009; Akman, 2011; Galani *et al.*, 2011; Kang e Gray, 2011; Monteiro, 2013; Tsalavoutas *et al.*, 2014.

O desempenho operacional das empresas é igualmente referido como uma característica que influencia positivamente os índices de divulgação, uma vez que os seus gestores pretendem demonstrar aos seus acionistas que estão a obter níveis de remuneração concordantes com os riscos tomados, pelo que um volume considerável de informação é prestado ao mercado. Deste modo, uma maior divulgação aos utilizadores da informação financeira tem adicionalmente como objetivo demonstrar a boa performance do negócio da empresa, expondo uma imagem mais positiva e fiável da organização e assegurando que o mercado não está a sobreavaliar a empresa. Shalev (2009) refere que

se um nível baixo de divulgação está associado a informação negativa, então é expetável uma relação positiva entre os níveis de divulgação e a performance de uma empresa.

No entanto, os resultados nos diferentes estudos empíricos efetuados são contraditórios e inconclusivos quanto aos impactos desta variável nos níveis de divulgação (Ahmed e Courtis, 1999; Cheung *et al.*, 2006; Akman, 2011; Galani *et al.*, 2011). Monteiro (2013), por sua vez, conclui que quanto menor for a rentabilidade da empresa, maiores tenderão a ser os níveis de divulgação.

No que diz respeito a processos de concentração de atividades empresariais, quanto maior a rentabilidade da empresa adquirente, menores tenderão a ser os níveis de divulgação, dado que a probabilidade futura do *goodwill* sofrer uma imparidade é menor. Consequentemente, será necessária menos informação detalhada sobre a aquisição para satisfazer os *stakeholders*, os quais exigiriam uma justificação mais completa caso a empresa apresentasse resultados abaixo das expetativas.

A *proxy* utilizada será concretamente a rentabilidade líquida dos ativos da empresa adquirente no período imediatamente anterior àquele em que se realizou a concentração de atividades empresariais, medida pelo rácio Resultado Líquido/Ativos Totais.

Assim, as hipóteses que se pretendem testar são as seguintes:

H0: A rentabilidade da empresa adquirente não tem impacto no índice de divulgação.

H1: Quanto maior a rentabilidade da empresa adquirente, menor será o índice de divulgação.

Autonomia Financeira da Empresa Adquirente

Bibliografia de base: Hope, 2003; Bushee e Leuz, 2005; Cheung *et al.*, 2006; Othman e Zeghal, 2010; Kang e Gray, 2011; Tsalavoutas e Dionysiou, 2014; Tsalavoutas *et al.*, 2014.

Hope (2003) menciona que os obrigacionistas conseguem proteger-se através da imposição de garantias e cláusulas restritivas, o que incentiva os gestores a aumentar as

divulgações para reduzir os custos de agência associados, denotando assim o efeito positivo da alavancagem financeira de uma empresa nos níveis de divulgação prestados ao mercado. Por outro lado, a presença de dívida financeira nos balanços das empresas funciona como um meio de monitorização que assegura que os gestores estão a atuar nos interesses dos acionistas. Isto é, quanto maior for a autonomia financeira da empresa adquirente, mais espaço haverá para a discrição dos gestores e para comportamentos oportunistas.

Assim, as divulgações reduzem o custo de capital de uma empresa mas apenas se as mesmas forem credíveis. Sem um compromisso sério, as empresas tendem a guardar ou a manipular a informação em determinadas circunstâncias, especialmente quando o desempenho é abaixo do esperado (Bushee e Leuz, 2005).

Othman e Zeghal (2010) e Kang e Gray (2011) argumentam que as empresas com elevados níveis de endividamento estão geralmente sob grande escrutínio dos seus credores, de forma a assegurar que não violam as condições contratuais. Uma vez comprometidas com o endividamento, as empresas são motivadas a reduzir ou a manter o custo atual da dívida, bem como a assegurar que os compromissos são honrados nos respetivos vencimentos. Deste modo, disponibilizam mais informação e com mais detalhe, com o intuito de diminuir a incerteza dos investidores.

Tsalavoutas *et al.* (2014), por sua vez, referem que as empresas pouco endividadas também acabam por ter o incentivo de divulgar muita informação a fim de se mostrarem à comunidade de investidores como uma empresa financeiramente saudável. Por outro lado, em países onde o capital externo é obtido maioritariamente junto dos bancos, a divulgação completa por parte das empresas endividadas pode acabar por ser redundante.

Assim, neste contexto, quanto maior a autonomia financeira da empresa, menores tenderão a ser os níveis de divulgação, dado que uma melhor solvabilidade permite uma maior margem para processos de aquisições, pelo que a exigência informativa dos

stakeholders será maior em empresas com uma capacidade financeira mais diminuta, pois estas terão de justificar plenamente a aquisição efetuada.

A *proxy* utilizada será precisamente a autonomia financeira da empresa adquirente no período imediatamente anterior àquele em que se realizou a concentração de atividades empresariais, medida pelo rácio Capitais Próprios/Ativos Totais (complementar ao rácio “Passivo/Ativos Totais”, utilizado em vários estudos).

Assim, as hipóteses que se pretendem testar são as seguintes:

H0: A autonomia financeira da empresa adquirente não tem impacto no índice de divulgação.

H1: Quanto maior a autonomia financeira da empresa adquirente, menor será o índice de divulgação.

Potencial de Crescimento da Empresa Adquirente

Bibliografia de base: Glaum e Street, 2003; Zhang e Zhang, 2007; Othman e Zeghal, 2010; Kang e Gray, 2011.

Glaum e Street (2003) consideram o rácio *PBV* como representativo das opções de crescimento futuro da empresa, embora sem uma relação definida com os níveis de divulgação.

Empresas com elevadas taxas de crescimento, conseguidas por processos de concentração empresarial, são um desafio para a gestão e podem colocar problemas às equipas de reporte financeiro, acabando por não se dedicarem devidamente às divulgações (Glaum e Street, 2003). Adicionalmente, segundo Zhang e Zhang (2007), um maior rácio indicia um grande número de unidades de negócio da empresa adquirente, as quais são inobserváveis, pelo que os gestores alocarão uma grande proporção do custo de aquisição ao *goodwill*. Este estará disperso pelas mesmas, pelo que não serão divulgados devidamente os conteúdos necessários, a fim de aumentar a discricionariedade da equipa de gestão.

Por outro lado, empresas com elevado potencial de crescimento acabam por ter uma maior necessidade de obtenção de capital, o que incentiva ao fornecimento de informação completa, fiável e atempada. Othman e Zeghal (2010) e Kang e Gray (2011) consideram que quanto maior o rácio da empresa, maiores tenderão a ser os níveis de divulgação, pois as empresas com um rácio superior são percecionadas pelo mercado como tendo maiores perspetivas de crescimento futuro e ativos não reconhecidos em balanço. Adicionalmente, possuem estruturas acionistas mais dispersas, pelo que as concentrações de atividades empresariais têm de ser bem detalhadas para que as empresas continuem a merecer a confiança dos investidores.

O rácio a utilizar será precisamente o quociente entre a capitalização bolsista e o valor contabilístico dos capitais próprios (*PBV*) da empresa adquirente no período imediatamente anterior àquele em que se realizou a concentração de atividades empresariais.

Assim, as hipóteses que se pretendem testar são as seguintes:

H0: O rácio *PBV* da empresa adquirente não tem impacto no índice de divulgação.

H1: Quanto maior o rácio *PBV* da empresa adquirente, maior será o índice de divulgação.

4.3.2.2. Fatores Industriais

Setor de Atividade da Empresa Adquirente

Bibliografia de base: Ahmed e Courtis, 1999; Zhang e Zhang, 2007; Fekete et al., 2008; Othman e Zeghal, 2010; Kang e Gray, 2011; Tsalavoutas, 2011; Glaum et al., 2013; Monteiro, 2013; Tsalavoutas e Dionysiou, 2014; Tsalavoutas et al., 2014.

A intensidade competitiva dentro de um setor de atividade económica afeta o comportamento das empresas a ele pertencentes, pelo que os níveis de divulgação tenderão a ser semelhantes entre elas (Glaum et al., 2013). Ainda assim, se estivermos perante um setor com demasiados *players* e poucas barreiras à entrada de novos concorrentes, as empresas tenderão a resistir ao fornecimento de informação sobre os

negócios adquiridos, pois essas divulgações podem acabar por prejudicar a própria atividade e colocar a empresa numa situação frágil num ambiente competitivo dinâmico.

Segundo Othman e Zeghal (2010), as empresas que se caracterizam por terem uma proporção de ativos intangíveis superior à dos ativos fixos tangíveis são propensas a uma maior divulgação, como são os casos dos setores das tecnologias da informação, dos produtos de grande consumo, da saúde e bem-estar e das telecomunicações. De acordo com Kang e Gray (2011), as empresas que operam em setores como as tecnologias de informação e as telecomunicações investem fortemente em ativos intangíveis não reconhecidos nas demonstrações financeiras, como as atividades de investigação e desenvolvimento e as marcas, pelo que tendem a divulgar mais informação nos relatórios relativamente às suas atividades.

Assim, as empresas adquirentes terão de ser naturalmente mais exigentes e mais detalhadas com as divulgações que efetuam, dada a maior complexidade na identificação dos ativos e passivos adquiridos e na alocação do respetivo justo valor (Glaum *et al.*, 2013).

Tsalavoutas *et al.* (2014) dividem as empresas da sua amostra com base nos 10 setores de atividade definidos no *ICB*, com exceção da indústria financeira. Segundo os autores, os setores com mais ativos intangíveis reconhecidos nos seus balanços, com base no exercício de 2010, são os seguintes:

1. *Telecommunications* (Telecomunicações: Fixas e Móveis)
2. *Technology* (Tecnologias: Software e Hardware)
3. *Health Care* (Saúde e Bem-Estar: Serviços e Equipamentos Médicos e Medicamentos)
4. *Consumer Services* (Serviços ao Consumidor: Retalho, Media, Hotelaria e Restauração, Mobilidade, Lazer)
5. *Consumer Goods* (Produtos de Grande Consumo: Automóveis, Alimentação, Casa, Vestuário e Calçado, Higiene Pessoal)

6. *Industrials* (Indústrias Transformadoras: Construção, Bens e Serviços Intermédios)
7. *Utilities* (Bens e Serviços Básicos: Eletricidade, Água e Gás)
8. *Oil & Gas* (Petróleo e Derivados: Exploração, Produção e Distribuição de Petróleo)
9. *Basic Materials* (Produtos Básicos: Química e Recursos Naturais)

Ahmed e Courtis (1999) mencionam que o setor de atividade é bastante estudado mas os resultados obtidos são divergentes, sendo que uma das explicações para a falta de coerência poderão ser as respetivas variações interpretativas dadas no momento da definição e da classificação dos setores, nos diversos países. Por sua vez, Tsalavoutas (2011) conclui que não há uma clara evidência de que o setor de atividade influencia o nível das divulgações obrigatórias.

A utilização de variáveis *dummy* para controlar o fator industrial é prática comum em estudos de divulgações, pelo que, como *proxy*, teremos uma variável binária a assumir valor 0 ou 1, consoante o setor de atividade em que a empresa adquirente se enquadre, tendo por base o *ICB*. As empresas do setor financeiro e segurador não são consideradas, dadas as especificidades próprias dos setores referidos. Assim, atribui-se:

- 0, caso a empresa adquirente pertença a um setor não intensivo em ativos intangíveis: indústrias transformadoras, bens e serviços básicos, petróleo e derivados, produtos básicos;
- 1, caso a empresa adquirente pertença a um setor intensivo em ativos intangíveis: telecomunicações, tecnologias, saúde e bem-estar, serviços ao consumidor e produtos de grande consumo.

Assim, as hipóteses que se pretendem testar são as seguintes:

H0: O setor de atividade da empresa adquirente não tem impacto no índice de divulgação.

H1: O setor de atividade da empresa adquirente tem impacto no índice de divulgação.

4.3.2.3. Fatores Geográficos

Origem Geográfica da Adquirente

Bibliografia de base: Ahmed e Courtis, 1999; Archambault e Archambault, 2003; Cheung et al., 2006; Francis et al., 2008; Othman e Zeghal, 2010; Akman, 2011; Dong e Stettler, 2011; Glaum et al., 2013; Monteiro, 2013; Tsalavoutas et al., 2014.

O país no qual está sediada a empresa adquirente pode influenciar o cumprimento das divulgações obrigatórias exigidas pelos normativos contabilísticos, tendo em conta uma série de fatores, nomeadamente: cultura empresarial, tradição contabilística, sistema fiscal, conjuntura económico-política, regulação do setor de atividade. Estudos comprovam que, mesmo após a adoção das normas internacionais de contabilidade pelas empresas europeias, os fatores geográficos mencionados continuam a influenciar os índices de divulgação.

“... o cumprimento das divulgações exigidas pelas IFRS é influenciado não só pelos fatores individuais dos países mas também pela história comum e pelos acordos e tratados partilhados por grupos de países similares” (Glaum et al., 2013, págs.189 e 190; tradução própria)

Uma distinção entre duas tipologias de países é comumente efetuada: os países de mentalidade anglo-saxónica (*common law*) e os países de mentalidade românico-germânica (*civil law*). Os níveis de divulgação são superiores no primeiro conjunto de países porque em países como o Reino Unido e os EUA as empresas recorrem intensamente aos acionistas e aos obrigacionistas para se financiarem, enquanto em países como França e Alemanha as empresas recorrem essencialmente aos colaboradores, gestores, bancos e autoridades estatais para obterem o financiamento necessário, necessitando consequentemente de prestar menos informação pública (Archambault e Archambault, 2003; Dong e Stettler, 2011; Tsalavoutas et al., 2014).

Adicionalmente, a cultura de negócios britânica é caracterizada pelo profissionalismo, flexibilidade, otimismo e transparência, ao contrário da francesa, marcada pelo controlo estatal, uniformidade, conservadorismo e secretismo (Othman e Zeghal, 2010).

Monteiro (2013) utiliza uma variável binária para testar o impacto dos fatores nacionais e culturais nos níveis de divulgação, dividindo entre os que possuem uma mentalidade latina e os que possuem uma mentalidade germânica.

Por fim, Tsalavoutas *et al.* (2014) testa o impacto da origem das empresas nos índices de divulgação através da consideração de 4 *clusters*: inglês, francês, escandinavo e germânico. No seu estudo, é notório que são os países pertencentes ao *cluster* inglês e escandinavo os que apresentam, em média, os maiores índices de divulgação e com uma variabilidade mais reduzida.

A utilização de uma variável *dummy* para testar os efeitos da origem geográfica é então prática comum em estudos de divulgações, pelo que, como *proxy*, teremos uma variável binária, a qual assume valor:

- 0, caso a empresa adquirente esteja sediada num país pertencente ao *cluster* geográfico da Europa Continental (França, Alemanha, Bélgica, Holanda, Itália, Suíça, Grécia, Portugal, Espanha e Áustria);
- 1, caso a empresa adquirente esteja sediada num país pertencente ao *cluster* geográfico inglês ou escandinavo (Noruega, Dinamarca, Irlanda, Reino Unido, Finlândia, Suécia).

Assim, as hipóteses que se pretendem testar são as seguintes:

H0: A origem geográfica da empresa adquirente não tem impacto no índice de divulgação.

H1: A origem geográfica da empresa adquirente tem impacto no índice de divulgação.

4.3.2.4. Fatores Normativos

Auditor da Empresa Adquirente

Bibliografia de base: Ahmed e Courtis, 1999; Archambault e Archambault, 2003; Fekete et al., 2008; Tsalavoutas, 2011; Glaum et al., 2013; Tsalavoutas e Dionysiou, 2014; Tsalavoutas et al., 2014.

Ahmed e Courtis (1999) salientam que a evidência empírica é inconclusiva quanto à relação positiva entre a reputação da firma de auditoria e os níveis de divulgação prestados pelas empresas suas clientes.

No entanto, segundo Archambault e Archambault (2003), as grandes firmas de auditoria tendem a melhorar a qualidade percebida dos relatórios e contas anuais dos seus clientes ao imporem maiores níveis divulgativos.

Empresas que possuam como sociedade revisora oficial de contas uma das “Big 4” (“Deloitte”, “PWC”, “Ernst & Young”, “KPMG”), tenderão a ter maiores níveis de divulgação, uma vez que a experiência adquirida e a carga reputacional das auditoras consubstanciam-se num cumprimento mais amplo dos normativos aplicáveis. Ou seja, as auditoras mais reputadas conseguem investir mais na formação dos seus técnicos e em sistemas informáticos, estão menos dependentes de clientes específicos e têm grandes incentivos à manutenção da sua notoriedade (Glaum et al., 2013).

Tsalavoutas (2011) constata que o tipo de auditor influencia os níveis de divulgação das empresas, pelo que se este pertencer a uma das “Big 4”, a empresa adquirente irá prestar um maior e melhor conteúdo informativo. No fundo, é um mecanismo de monitorização eficaz e satisfaz a necessidade de transparência e de qualidade da informação financeira, bem como de distinção e diferenciação face às empresas que são auditadas por sociedades não reconhecidas no mercado, mais sujeitas à manipulação da informação pelos seus clientes e com menor capacidade de imposição.

Dado que as empresas da amostra são cotadas em mercado regulamentado europeu, constata-se que o auditor em funções é uma das “Big 4”. Deste modo, será interessante verificar as diferenças dos níveis de divulgação das empresas consoante o auditor que certifica as suas contas. A pergunta que se coloca é: Existem diferenças significativas dentro das firmas de auditoria mais reputadas?

A utilização de uma variável *dummy* para testar os efeitos ao nível do auditor é prática comum em estudos do género, pelo que, como *proxies*, teremos três variáveis binárias, as quais assumem valor:

- 0, caso a firma de auditoria não certifique as contas da empresa em causa;
- 1, caso a firma de auditoria certifique as contas da empresa em causa.

Temos então três variáveis, representativas do mesmo número de auditores. A firma em falta é analisada pela “negativa”, isto é, o seu impacto é medido pela não consideração das outras firmas, as quais assumem valor zero.

Assim, as hipóteses que se pretendem testar são as seguintes:

H0: O auditor da empresa adquirente não tem impacto no índice de divulgação.

H1: O auditor da empresa adquirente tem impacto no índice de divulgação.

4.3.3. Quadro-Resumo das Variáveis Explicativas

Quadro 4 – Variáveis explicativas (resumo)

Fatores	Variável Explicativa	Mensuração	Sinal Esperado
Idiossincráticos	Dimensão	Logaritmo dos ativos totais	+
	Relevância da Aquisição	(Preço de Aquisição / Ativos Totais) * 100	+
	Rentabilidade	(Resultado Líquido / Ativos Totais) * 100	-
	Autonomia Financeira	(Capitais Próprios / Ativos Totais) * 100	-
	Potencial de Crescimento	Price-to-Book Ratio (PBV)	+
Industriais	Setor de Atividade	Variável <i>dummy</i> : 0, se setor não intensivo em ativos intangíveis; 1, se setor intensivo em ativos intangíveis	+
Geográficos	Origem Geográfica	Variável <i>dummy</i> : 0, se empresa está sediada na Europa Continental; 1, se a empresa está sediada nos países escandinavos ou anglo-saxónicos	+
Normativos	Auditor ("Deloitte", "Ernst & Young", "KPMG", "PWC")	3 variáveis <i>dummies</i> : 0, se auditor não certifica as contas da empresa em causa; 1, se auditor certifica as contas da empresa em causa	?

De referir novamente que os dados das variáveis explicativas dizem respeito à empresa adquirente no ano imediatamente anterior àquele em que se verificou a operação. Ou seja, foram recolhidos os dados constantes nos relatórios e contas respeitantes ao exercício económico em que foi concretizada a aquisição, embora atentando aos comparativos do ano anterior. Deste modo, com base na mesma fonte documental, conseguimos medir o índice de divulgação da concentração empresarial e extrair a informação quantitativa e qualitativa necessária para medir as variáveis explicativas (ver Anexo 3).

De forma a podermos aplicar um modelo de regressão linear múltipla, a variável respeitante à dimensão da empresa adquirente foi adaptada, pelo que consideramos o logaritmo dos ativos totais. Por outro lado, as variáveis respeitantes a rácios/percentagens foram igualmente moldadas, através da multiplicação do quociente resultante por 100.

Tendo por base as hipóteses apresentadas em cima e o sinal esperado constante no quadro-resumo, é de esperar que as que mais divulgam são:

- As empresas com uma estrutura de balanço mais densa;
- As empresas cuja aquisição empresarial seja materialmente relevante nos seus ativos;
- As empresas com uma rentabilidade mais baixa;
- As empresas com um nível de autonomia financeira mais reduzido;
- As empresas com um grande potencial de crescimento;
- As empresas pertencentes a um setor de atividade intensivo em ativos intangíveis;
- As empresas sedeadas em países anglo-saxónicos ou escandinavos.

Quanto ao impacto do auditor que certifica as contas da empresa adquirente, não existe um sinal esperado. O objetivo será assim verificar se existem diferenças estatisticamente significativas mesmo entre as maiores e mais reputadas firmas de auditoria.

5. Resultados

Estando apresentados os objetivos, descrito o processo de escolha da amostra, expostos os processos e procedimentos metodológicos e explicadas as variáveis e hipóteses a serem testadas, vamos então obter os dados e trabalhá-los de forma a podermos tirar algumas conclusões. Neste capítulo, serão efetuadas 3 análises, nomeadamente:

- Análise descritiva dos dados – apresentação de alguns dados estatísticos de caráter geral sobre as variáveis explicativas e sobre a variável dependente;
- Análise univariada – verificação da existência de autocorrelação entre as variáveis para validação do modelo a ser utilizado;
- Análise multivariada – construção de um modelo de regressão linear múltipla em 4 fases, testando o impacto dos fatores idiossincráticos, industriais, geográficos e normativos sobre os níveis de divulgação.

5.1. Análise descritiva dos dados

Os quadros abaixo apresentados permitem retirar algumas conclusões estatísticas sobre a amostra do estudo e sobre o comportamento da variável dependente, ou seja, do índice de divulgação.

Setor de Atividade

Quadro 5 – Setor de atividade (observações)

Setor de Atividade	Observações	% Amostra
Telecommunications	6	3%
Technologies	10	5%
Healthcare	32	16%
Consumer Goods	43	22%
Consumer Services	19	10%
Subtotal	110	55%
Industrials	54	27%
Utilities	3	2%
Oil and Gas	12	6%
Basic Materials	21	11%
Subtotal	90	45%
Total	200	100%

No que diz respeito ao setor de atividade das empresas adquirentes, podemos verificar que cerca de 55% da amostra pertence a setores de atividade caracterizados por uma

elevada intensidade de ativos intangíveis, sendo os setores dos bens de consumo (*Consumer Goods*) e da saúde e bem-estar (*Healthcare*) os mais representados. Por outro lado, cerca de 45% da amostra está inserida num setor menos intensivo em ativos intangíveis, com destaque claro para os setores da indústria transformadora (*Industrials*) e dos produtos industriais básicos (*Basic Materials*).

Quadro 6 – Setor de atividade (índice de divulgação médio)

Setor de Atividade	ID (média)
Ativos Intangíveis (+)	73,29%
Ativos Intangíveis (-)	71,92%

Quanto às diferenças observadas no índice de divulgação, podemos verificar que são, em média, as empresas pertencentes a setores com uma proporção mais forte de ativos intangíveis nas suas estruturas de balanço as que mais cumprem com os parágrafos divulgativos. Embora a diferença não seja substancialmente relevante, em média, estes resultados apontam no sentido da hipótese formulada anteriormente.

Dentro do *cluster* das empresas com uma menor intensidade de ativos intangíveis, o setor do petróleo e seus derivados (*oil and gas*) apresenta um valor médio de 58%, o mais baixo deste *cluster*, o qual compara com os 79% do setor dos produtos e serviços de primeira necessidade (*utilities*), o mais elevado deste conjunto. Por outro lado, são as empresas tecnológicas (*technologies*) as que mais divulgam dentro do *cluster* dos setores mais intensivos em ativos intangíveis, com um valor médio de 86%. O setor que menos cumpre é o da saúde e bem-estar (*healthcare*), com um índice médio de 71%.

Origem Geográfica

De forma a podermos obter uma amostra semelhante de países pertencentes aos dois *clusters* em estudo, decidimos estudar as 100 operações mais relevantes para cada conjunto. Dentro dos países anglo-saxónicos e escandinavos, podemos verificar que é no Reino Unido e na Suécia onde são realizadas mais operações, com um peso de 25% e 11% da amostra, respetivamente. Por sua vez, no *cluster* da Europa Continental, os países onde se verificaram mais processos de concentração empresarial foram

precisamente a França e a Suíça, com cerca de 16% e 13% da amostra total, respetivamente. Não deixa de ser interessante observar que apesar de termos incluído a Grécia, Portugal, Itália e Espanha (os países da Europa do Sul), estes apenas representam 6% da amostra total, o que denota a incapacidade das empresas sediadas nestes países efetuarem aquisições de atividades empresariais de grande escala, num período nitidamente marcado pela prática de medidas económicas de austeridade.

Quadro 7 – Origem geográfica (observações)

Origem Geográfica	Observações	% Amostra
Dinamarca	2	1%
Finlândia	3	2%
Irlanda	14	7%
Noruega	11	6%
Reino Unido	49	25%
Suécia	21	11%
Subtotal	100	50%
Alemanha	14	7%
Áustria	2	1%
Bélgica	4	2%
Espanha	5	3%
França	31	16%
Grécia	0	0%
Holanda	12	6%
Itália	4	2%
Portugal	3	2%
Suíça	25	13%
Subtotal	100	50%
Total	200	100%

Tal como previsto na explanação das hipóteses das variáveis explicativas, verificam-se diferenças consideráveis nos índices de divulgação dos *clusters* em análise.

Quadro 8 – Origem geográfica (índice de divulgação médio)

Origem Geográfica	ID (média)
Europa Continental	69,07%
Anglo-Saxónicos / Escandinavos	76,28%

Em média, um país pertencente à Europa Continental apresenta um nível de cumprimento inferior em 7 pontos percentuais face a um país anglo-saxónico ou escandinavo. Dentro destes, a Dinamarca é o país que menos cumpre, com um rácio de 67%, o qual compara aos 91% observados na Finlândia, país mais cumpridor. Nos países continentais, o intervalo apresenta uma magnitude superior, iniciando em França, com um índice médio de 54%, e culminando em Espanha, com um cumprimento divulgativo de 88%. Numa primeira análise, existem diferenças materialmente

relevantes no índice de divulgação consoante a origem geográfica da empresa adquirente.

Auditor

Quadro 9 – Auditor (observações)

Auditor	Observações	% Amostra
Auditor 1	38	19%
Auditor 2	47	24%
Auditor 3	41	21%
Auditor 4	74	37%
Total	200	100%

Quanto à firma de auditoria que certifica as contas da empresa adquirente no ano da aquisição, podemos observar que o “Auditor 4” é o mais requisitado, representando cerca de 37% das empresas da amostra. Por sua vez, o “Auditor 1” é o que menos clientes certifica, com um peso de 19%. A questão que se coloca de imediato é a de saber se existem diferenças significativas entre os índices de divulgação.

Quadro 10 – Auditor (índice de divulgação médio)

Auditor	ID (média)
Auditor 1	71,14%
Auditor 2	76,59%
Auditor 3	67,07%
Auditor 4	74,08%

De facto, existem algumas diferenças ao nível do cumprimento divulgativo, embora não sejam materialmente relevantes. O intervalo observado parte de um mínimo de 67,07% do “Auditor 3” para um máximo de 76,59% do “Auditor 2”. Deste modo, numa primeira análise, o “Auditor 2” apresenta uma exigência ligeiramente superior junto dos seus clientes em termos de divulgação das concentrações empresariais, embora a opção por uma das “*Big 4*” não assuma uma relevância determinante nesta matéria.

De destacar a adaptação efetuada aos dados obtidos, tendo em conta o caso especial de França. Uma vez que as empresas cotadas têm dois auditores a certificar as contas, o número de observações da amostra atingia 119. Para não distorcer os resultados obtidos no modelo de regressão linear múltipla, foi decidido considerar a firma de auditoria com

menos observações, acabando por aproximar o número de observações final entre as quatro firmas de auditoria.

Ano da Operação e Participação Adquirida

Quadro 11 – Ano da aquisição (observações e índice de divulgação médio)

Ano	2010	2011	2012	2013	2014
Observ.	34	52	46	29	39
ID (média)	74,78%	70,08%	71,99%	75,08%	73,32%

Em termos evolutivos, não se consegue traçar um perfil de maior ou menor cumprimento com as normas. Tal poderá demonstrar precisamente que as mesmas não são devidamente interpretadas pelos preparadores da informação financeira e que os parágrafos sobre as divulgações dos processos de concentração empresarial são complexos e sensíveis. Ainda assim, de salientar a consistência temporal dos índices verificados, dado o intervalo curto de cerca de 5 pontos percentuais entre o mínimo e o máximo observados.

Quadro 12 – Participação adquirida (observações e índice de divulgação médio)

% Adquirida	100%	< 100%
Observ.	174	26
ID (média)	72,21%	75,80%

Não menos importante será averiguar o impacto estatístico da participação adquirida sobre o índice de divulgação. Assim, dado que o foco do presente estudo é a aquisição de uma participação social que culmine no controlo por parte da empresa adquirente, tal poderá ocorrer sempre que esta passar a deter pelo menos 50,01% dos direitos de voto da empresa adquirida. Deste modo, conseguimos verificar que quando as empresas adquirem os 100% do capital social e dos direitos de voto da entidade adquirida divulgam menos do que quando existem interesses minoritários, o que revela que tendem a apresentar um maior grau informativo sobre o processo quando existem outros intervenientes com interesses. Quando tal não sucede, dado que são os únicos acionistas, as motivações para uma maior divulgação acabam por não ser tão prementes.

Dimensão

Quanto ao impacto da dimensão da empresa adquirente no índice de divulgação, decidimos dividir a amostra em quatro subconjuntos, por ordem decrescente dos ativos totais pré-aquisição.

Quadro 13 – Dimensão da empresa adquirente (índice de divulgação médio)

Dimensão	ID (média)
1-50	66,59%
51-100	70,85%
101-150	73,28%
151-200	79,98%

Com base no quadro, conseguimos verificar que quanto menor a dimensão da empresa, maiores tendem a ser os níveis de divulgação. Embora indo contra a expectativa inicial, tal poderá ser explicado através da análise em conjunto com a variável relativa à relevância da aquisição. Ou seja, dado que a materialidade da operação decresce com o incremento dos ativos totais da empresa adquirente, embora esta tenha melhores práticas de governo corporativo, mais e melhores ferramentas de gestão e recursos humanos tecnicamente mais capacitados, as necessidades de divulgação serão menores, dado que o impacto da concentração empresarial tende a ser menor na estrutura de balanço consolidada.

Relevância da Aquisição

Tal como enunciado em cima, a análise da dimensão e da relevância da aquisição em conjunto pode ser esclarecedora em termos da evolução observada no índice de divulgação. Assim, foi novamente dividida a amostra em quatro grupos equitativos.

Quadro 14 – Relevância da aquisição (índice de divulgação médio)

Relevância da Aquisição	ID (média)
1-50	84,87%
51-100	76,57%
101-150	68,20%
151-200	61,05%

Tendo em conta o quadro, comprova-se a tendência de que quanto maior for o peso da aquisição empresarial efetuada nos ativos totais pré-aquisição da empresa adquirente, maiores serão os níveis divulgativos da operação realizada. Ou seja, em média, os cinquenta processos mais relevantes apresentam um índice de divulgação de cerca de 85%, o qual vai decrescendo significativamente até atingir um cumprimento médio de 61% nos cinquenta processos menos relevantes. Assim, depreende-se que existe uma necessidade e pressão superiores para um maior cumprimento divulgativo quando a consideração transferida para adquirir o negócio é materialmente relevante nos ativos pré-aquisição da empresa adquirente. Os acionistas exigirão um maior detalhe das razões que levaram à aquisição e ao preço atribuído, bem como do impacto previsto na futura performance do grupo consolidado.

Rentabilidade e Autonomia Financeira

No que diz respeito às variáveis idiossincráticas que medem a performance operacional e a capacidade de solvência da empresa adquirente antes da aquisição, de acordo com o quadro abaixo, não existe uma tendência concreta e definida. Isto é, as variações observadas não aparentam ser estatisticamente significativas.

Quadro 15 – Rentabilidade e Autonomia Financeira (índice de divulgação médio)

Processos	Rentabilidade ID (média)	Autonomia Financeira ID (média)
1-50	76,04%	73,67%
51-100	71,76%	70,07%
101-150	68,60%	73,88%
151-200	74,29%	73,08%

Assim, embora os índices entre os quatro subconjuntos analisados apresentem valores relativamente próximos, podemos referir que as cem empresas adquirentes mais rentáveis tendem a cumprir um pouco mais com os parágrafos divulgativos. Por outro lado, existem sinais de que são as empresas mais endividadas as que acabam por cumprir mais com as divulgações obrigatórias. Ou seja, as empresas pretendem demonstrar que os financiadores e os acionistas tomam boas decisões quando aplicam os seus fundos na empresa e que esta os emprega na aquisição de negócios adequados à

estratégia implementada, pelo que transmitem uma maior carga informativa sobre a operação.

Potencial de Crescimento

Por fim, quanto ao potencial de crescimento da empresa adquirente percecionado pelo mercado de capitais, medido pelo rácio *PBV*, e o seu impacto nos níveis de divulgação, o quadro abaixo valida a hipótese formulada anteriormente.

Quadro 16 – Potencial de crescimento (índice de divulgação médio)

Potencial de Crescimento	ID (média)
1-50	77,33%
51-100	70,83%
101-150	71,10%
151-200	71,44%

Ou seja, podemos verificar que tendem a ser as empresas com uma capitalização bolsista consideravelmente superior aos capitais próprios contabilísticos as que mais divulgam as aquisições de negócios efetuadas. Para continuarem a merecer a confiança dos investidores, acabam por se esforçar um pouco mais a divulgar os aspetos da operação concretizada.

Quadro-Geral das Variáveis Não Binárias

Será igualmente importante analisar algumas realidades estatísticas para as variáveis não binárias, nomeadamente a média, a mediana, o desvio-padrão, o máximo e o mínimo.

Quadro 17 – Variáveis explicativas não binárias (quadro geral)

Variável Explicativa	Métrica	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
Índice de Divulgação	%	72,67%	18,25%	78,26%	14,29%	100%
Dimensão	Milhões de euros	31.147	44.141	13.037	182	259.236
Relevância da Aquisição	%	8,88%	17,21%	3,45%	0,11%	137,27%
Rentabilidade	%	7,13%	4,77%	6,60%	-5,37%	31,69%
Autonomia Financeira	%	40,52%	13,15%	40,85%	5,78%	82,20%
Potencial de Crescimento	Unidade	3,07	2,62	2,44	0,45	21,82

Índice de Divulgação: A média das 200 observações atingiu o valor de 72,67%. Ou seja, as empresas não chegam a cumprir com mais de ¼ das divulgações obrigatórias. Ainda assim, será de relevar que 2 empresas cumpriram integralmente com os parágrafos exigidos. O valor mais baixo observado correspondeu a um nível de cumprimento de cerca de 14%, sendo de referir que 26 empresas (13% da amostra) não chegaram a atingir um índice de divulgação de 50%. Ainda assim, o valor médio encontra-se dentro dos valores observados em estudos da temática, corroborando que o cumprimento integral do normativo está longe de ser atingido.

Dimensão: A empresa adquirente média apresenta um valor de ativos totais de cerca de 31.147 milhões de euros, embora a amplitude de valores observados seja considerável, comprovada por um desvio-padrão (44.141 milhões de euros) superior à própria média. A empresa adquirente mais pequena apresenta ativos na ordem dos 182 milhões de euros, os quais são completamente imateriais face à empresa de maior dimensão da amostra, a qual possui uma estrutura de balanço de 259.236 milhões de euros. O facto de a mediana possuir um valor substancialmente inferior à média (13.037 milhões de euros) demonstra que a maior parte das empresas (142 empresas) possui ativos totais inferiores a 31.147 milhões, os quais são largamente influenciados por cerca de 14 empresas que apresentam uma estrutura de balanço superior a 100.000 milhões de euros.

Relevância da Aquisição: Em média, o preço de aquisição atribuído para a obtenção do controlo da empresa adquirida corresponde a 8,88% dos ativos totais pré-aquisição da empresa adquirente, valor materialmente relevante. No entanto, uma vez mais, a variância observada é enorme, dado o desvio-padrão (17,21%) e a mediana (3,45%) verificados. A aquisição menos relevante corresponde a 0,11% dos ativos totais da empresa adquirente. Por sua vez, a aquisição com mais impacto ultrapassou a própria estrutura de balanço prévia da empresa adquirente (rácio de 137,27%).

Rentabilidade: A empresa adquirente apresenta uma rentabilidade média de 7,13% antes da concentração empresarial. Os negócios adquiridos visavam essencialmente adquirir novos segmentos de mercado (produtos e zonas geográficas) e não tanto tornar

a sua estrutura de custos mais eficiente através de uma integração vertical. Em 7 empresas, a rentabilidade foi mesmo negativa. Em 53 empresas adquirentes, a rentabilidade dos ativos pré-aquisição atingia rácios iguais ou superiores a 10%.

Autonomia Financeira: Sendo empresas cotadas em mercado regulamentado, uma média de 40,52% dos ativos pré-aquisição financiados com capitais próprios denota a importância dos investidores na sua sustentabilidade, essencialmente quando comparadas com as pequenas e médias empresas, mais propensas ao financiamento bancário e obrigacionista. Apenas 47 empresas possuem um rácio inferior a 30% e 49 empresas apresentam um rácio igual ou superior a 50%.

Potencial de Crescimento: Em média, a empresa adquirente possui uma capitalização bolsista três vezes superior aos seus capitais próprios pré-aquisição. Ainda assim, de salientar que em 12 empresas da amostra os investidores avaliam as mesmas a um valor inferior ao seu valor contabilístico, fenómeno que pode ser igualmente um incentivo à aquisição de outros negócios, de forma a criar novas oportunidades de crescimento da empresa adquirente. Por outro lado, em 28 casos, o rácio observado foi superior a 5, o que incentiva igualmente à concretização de operações de fusão e aquisição, com o objetivo de manter as expectativas de potencial de crescimento em alta.

Índice de Divulgação

Quanto aos parágrafos divulgativos que as empresas adquirentes mais prestam atenção e mais conteúdo informativo transmitem, os mesmos estão mencionados em baixo e presentes no Anexo 4. Em baixo, não foram incluídos os parágrafos respeitantes a situações aplicáveis a menos de 10 operações, como por exemplo: compras vantajosas (*badwill*), reembolsos de passivos contingentes, passivos contingentes não reconhecidos, interesses minoritários mensurados ao justo valor.

Assim, o maior cumprimento verificou-se relativamente aos seguintes conteúdos:

- ✓ Montante da consideração contingente reconhecida à data da aquisição: 33 observações aplicáveis, cumprimento de 100%
- ✓ Nome e descrição da atividade desempenhada pela empresa adquirida: 200 observações aplicáveis, cumprimento de 99,75%
- ✓ Data de aquisição: 200 observações aplicáveis, cumprimento de 97%
- ✓ Percentagem da participação adquirida: 200 observações aplicáveis, cumprimento de 92,50%

Por outro lado, os quatro parágrafos que as empresas adquirentes menos respeitaram foram precisamente:

- ✓ Natureza e montante dos ajustamentos incluídos no período de mensuração e reconhecidos no período de reporte, de acordo com o parágrafo 49: 157 observações aplicáveis, cumprimento de 48,73%
- ✓ Valor bruto das contas a receber transferidas: 199 observações aplicáveis, cumprimento de 25,63%
- ✓ Melhor estimativa, à data de aquisição, dos *cash flows* contratualizados não expetáveis de serem recebidos: 199 observações aplicáveis, cumprimento de 25,63%
- ✓ Ativos, passivos, interesses de capital próprio ou outros itens contabilísticos para os quais a contabilização inicial não está completa: 130 observações aplicáveis, cumprimento de 25,38%

Com base neste resumo, podemos comprovar que existe uma grande discrepância entre os níveis de divulgação dos parágrafos obrigatórios, bem como que a informação mais sensível do negócio tende a ser mais protegida. Ou seja, as empresas adquirentes tendem a divulgar as informações de carácter geral (nome da adquirida, descrição das suas atividades, participação obtida, data da obtenção do controlo) mas efetuam uma divulgação mais incipiente dos conteúdos mais sensíveis e estratégicos da operação realizada (ajustamentos de valor aos ativos adquiridos e passivos assumidos, contas a receber transferidas e eventuais imparidades associadas, rubricas contabilísticas ainda em período de mensuração).

5.2. Análise univariada

Antes de avançar para os resultados da regressão múltipla, será importante verificar a existência de autocorrelação entre as variáveis explicativas, o que ocorre quando duas ou mais variáveis estão correlacionadas, podendo assim distorcer os resultados finais. A sua presença acaba por dificultar a identificação do contributo dos efeitos individuais das variáveis explicativas para o modelo, dado que os efeitos associados destas estão misturados ou entrelaçados (Dong e Stettler, 2011). Em caso de correlação perfeita entre duas variáveis, o modelo de regressão linear múltipla não pode ser estimado, dado que perde relevância, pelo que se aponta 0,8 como limite ao valor do coeficiente de correlação entre variáveis.

Imagem 2 – Análise univariada

Sample: 1 200
Included observations: 200

Correlation Probability	INDDIV	DIM	PA	RA	AF	PBV
INDDIV	1.000000 -----					
DIM	-0.307857 0.0000	1.000000 -----				
PA	0.292885 0.0000	-0.445736 0.0000	1.000000 -----			
RA	0.071739 0.3127	0.021685 0.7605	-0.119686 0.0914	1.000000 -----		
AF	-0.041259 0.5619	-0.114932 0.1051	-0.010645 0.8811	0.263596 0.0002	1.000000 -----	
PBV	0.124656 0.0786	-0.150461 0.0335	0.147463 0.0372	0.474590 0.0000	-0.338853 0.0000	1.000000 -----

- ✓ O modelo de regressão linear múltipla pode ser estimado, dado que não se observa nenhuma correlação entre variáveis acima de 0,48, ou seja, podemos referir que o problema da autocorrelação não se verifica;
- ✓ O índice de divulgação e a dimensão da empresa adquirente apresentam uma correlação negativa (-31%) estatisticamente relevante para um nível de confiança de 99%. O sinal negativo é contrário ao expectável, mas corrobora a evidência da análise descritiva, a qual denota que quanto maiores os ativos pré-aquisição da empresa adquirente, menor será a divulgação da operação realizada;

- ✓ Quanto mais relevante for a operação nos ativos pré-aquisição da empresa adquirente, maiores serão os níveis de divulgação, dada a correlação positiva de 29% para um nível de erro de 1% (conforme esperado);
- ✓ No que diz respeito à correlação do índice de divulgação com a rentabilidade da empresa adquirente (7%) e com a autonomia financeira (-4%), a mesma não tem significância estatística, dados os *p-values* de 31% e 56%, respetivamente;
- ✓ As empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a divulgar mais, dado o coeficiente de correlação positiva de 12% para um nível de confiança de 90% (conforme esperado);
- ✓ A relação entre a rentabilidade da empresa adquirente e a relevância da aquisição é estatisticamente significativa para um nível de erro de 10%, com sinal negativo (-12%), o que significa que as empresas mais rentáveis tendem a efetuar aquisições materialmente menos relevantes para a sua estrutura de balanço;
- ✓ As empresas com maior autonomia financeira apresentam uma maior rentabilidade dos seus ativos, facto observável pela correlação positiva (26%) e pela relevância estatística (nível de erro de 1%);
- ✓ As oportunidades de crescimento são tanto maiores quanto menor a dimensão da empresa adquirente (-15%; nível de confiança de 95%), maior a relevância da aquisição (15%; nível de confiança de 95%), maior o nível de rentabilidade dos seus ativos (47%; nível de confiança de 99%) e menor a sua autonomia financeira (-34%; nível de confiança de 99%).

5.3. Análise multivariada

Nesta análise, vamos utilizar o modelo de regressão linear múltipla para calcular os coeficientes respeitantes a cada fator explicativo e determinar quais são os mais preponderantes. O modelo desenvolvido encontra-se abaixo, bem como a descrição das variáveis:

$$\text{INDDIV}_i = \beta_0 + \beta_1 * \text{DIM} + \beta_2 * \text{PA} + \beta_3 * \text{RA} + \beta_4 * \text{AF} + \beta_5 * \text{PBV} + \beta_6 * \text{SA} + \beta_7 * \text{OG} + \beta_8 * \text{AUD1} + \beta_9 * \text{AUD2} + \beta_{10} * \text{AUD3} + \varepsilon_i \quad (i = 1, 200)$$

- i = número do processo de concentração empresarial (observação)
- INDDIV_i = Índice de divulgação
- β_0 = Variável constante
- DIM = Dimensão da empresa adquirente, medida pelos ativos totais no ano anterior ao da aquisição
- PA = Relevância da aquisição, medida pelo rácio entre o preço de aquisição e os ativos totais pré-aquisição da empresa adquirente
- RA = Rentabilidade dos ativos da empresa adquirente, medida pelo rácio entre o resultado líquido e os ativos totais no ano anterior ao da aquisição
- AF = Autonomia financeira da empresa adquirente, medida pelo rácio entre os capitais próprios e os ativos totais pré-aquisição da empresa adquirente
- PBV = Oportunidades de crescimento da empresa adquirente, medida pelo rácio PBV (capitalização bolsista / capitais próprios) no ano anterior ao da aquisição
- SA = Setor de atividade da empresa adquirente, representado por uma variável *dummy* que assume 1 se pertencente a um setor intensivo em ativos intangíveis e 0 em caso contrário
- OG = Origem geográfica da empresa adquirente, representada por uma variável *dummy* que assume 1 se pertencente ao *cluster* anglo-saxónico ou escandinavo e 0 se pertencente ao *cluster* da Europa Continental
- AUD1,2,3 = Auditor das “*Big 4*” da empresa adquirente no ano da aquisição, representado por variáveis *dummy* que assumem 1 se o auditor em causa certificar as contas da empresa adquirente e 0 em caso contrário (os resultados obtidos interpretam-se em função do auditor não representado nestas variáveis)
- ε_i = resíduos

No entanto, em primeiro lugar, é necessário concluir que o modelo estimado é estatisticamente significativo e que possui um coeficiente de determinação razoável, isto é, que contribui para a explicação do comportamento do índice de divulgação. Adicionalmente, o coeficiente de Durbin-Watson será observado, sendo que para valores inferiores a 1 ou superiores a 3 poderemos ter um problema de validação do modelo. Quanto mais próximo de 2, mais fiável será o modelo e mais válidos serão os resultados obtidos. Tal como referido no capítulo anterior, o modelo econométrico vai ser desenvolvido em quatro fases. Neste primeiro momento, apenas serão utilizadas as variáveis correspondentes às características específicas das empresas adquirentes.

5.3.1. Fase 1 (Fatores Idiossincráticos) – Modelo Simples

Pela tabela seguinte, podemos concluir que o modelo estimado é estatisticamente significativo (*p-value* zero), dado que a hipótese nula pode ser rejeitada, isto é, pelo menos uma das variáveis explicativas consegue ajudar a entender o comportamento da variável dependente (índice de divulgação). Quanto ao coeficiente de Durbin-Watson, o mesmo é de 1,7, bastante superior a 1 e inferior a 3, e relativamente próximo de 2, pelo que o modelo é fiável.

Imagem 3 – Fase 1 (fatores idiossincráticos)

Dependent Variable: INDDIV Method: Least Squares Date: 07/24/15 Time: 10:28 Sample: 1 200 Included observations: 200				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	107.0981	12.50601	8.563728	0.0000
DIM	-3.340956	1.051428	-3.177542	0.0017
PA	0.227598	0.080629	2.822799	0.0053
RA	0.661203	0.352725	1.874558	0.0624
AF	-0.189770	0.118814	-1.597206	0.1118
PBV	-0.500366	0.669180	-0.747730	0.4555
R-squared	0.146590	Mean dependent var	72.67435	
Adjusted R-squared	0.124595	S.D. dependent var	18.24790	
S.E. of regression	17.07330	Akaike info criterion	8.542449	
Sum squared resid	56550.52	Schwarz criterion	8.641399	
Log likelihood	-848.2449	Hannan-Quinn criter.	8.582493	
F-statistic	6.664675	Durbin-Watson stat	1.704846	
Prob(F-statistic)	0.000009			

No que diz respeito ao coeficiente de determinação, o R^2 ajustado do modelo é de 12,46%. Deste modo, podemos concluir que as variáveis explicativas apenas conseguem explicar 12,46% da variação observada no índice de divulgação.

Adicionalmente, será importante verificar a existência de heterocedasticidade no modelo através do teste de White. De acordo com os resultados obtidos (ver Anexo 5), podemos concluir pela sua não existência, dado que a hipótese nula não pode ser rejeitada (*p-value* de 31%). Assim sendo, não será necessário incluir os *p-value* corrigidos pelo método de White.

As principais conclusões a retirar do primeiro modelo testado são as seguintes:

- A variável explicativa respeitante à dimensão da empresa adquirente (DIM) é estatisticamente significativa para um nível de confiança de 99%, apresentando um coeficiente de -3,34%. Ou seja, quanto maiores forem os ativos pré-aquisição da empresa adquirente, menor será o índice de divulgação. O sinal é contrário ao esperado inicialmente mas valida a conclusão retirada na análise univariada;
- A variável explicativa referente à relevância da aquisição (PA) na estrutura de balanço da empresa adquirente apresenta igualmente significância estatística para um nível de confiança de 99%. O coeficiente positivo de 0,23% é conforme o esperado, tal como já evidenciado na análise univariada. Ou seja, quanto maior o peso da concentração de atividades empresariais nos ativos pré-aquisição, maior será o índice de divulgação;
- Quanto à rentabilidade pré-aquisição da empresa adquirente, podemos verificar que a variável é estatisticamente significativa para um nível de erro de 10%, bem como que o seu coeficiente é positivo (0,66%). Ou seja, contrariamente ao esperado, quanto maiores os níveis de rentabilidade, maiores serão os índices de divulgação;
- As variáveis referentes à autonomia financeira e às oportunidades de crescimento da empresa adquirente não têm significância estatística para o modelo, dados os *p-values* de 11,18% e 45,55%, respetivamente.

5.3.2. Fase 2 (Fatores Industriais)

Com o objetivo de averiguar se o setor de atividade ao qual a empresa adquirente pertence influencia os níveis de divulgação, introduzimos uma variável binária para diferenciar as empresas intensivas em ativos intangíveis, tal como descrito no capítulo anterior.

Imagem 4 – Fase 2 (fatores industriais)

Dependent Variable: INDDIV Method: Least Squares Date: 07/24/15 Time: 10:36 Sample: 1 200 Included observations: 200				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	106.9163	12.56045	8.512139	0.0000
DIM	-3.339012	1.054030	-3.167853	0.0018
PA	0.227903	0.080836	2.819329	0.0053
RA	0.648519	0.357684	1.813104	0.0714
AF	-0.190803	0.119185	-1.600894	0.1110
PBV	-0.511409	0.672460	-0.760505	0.4479
SA	0.594216	2.529310	0.234932	0.8145
R-squared	0.146834	Mean dependent var	72.67435	
Adjusted R-squared	0.120311	S.D. dependent var	18.24790	
S.E. of regression	17.11503	Akaike info criterion	8.552164	
Sum squared resid	56534.36	Schwarz criterion	8.667605	
Log likelihood	-848.2164	Hannan-Quinn criter.	8.598881	
F-statistic	5.536046	Durbin-Watson stat	1.705093	
Prob(F-statistic)	0.000026			

Com efeito, podemos concluir que o coeficiente de determinação do modelo decresceu marginalmente (de 12,46% para 12,03%) e que a variável relativa ao setor de atividade é estatisticamente insignificante (*p-value* de 81,45%). Todas as restantes variáveis mantêm a significância e os coeficientes determinados no primeiro modelo. Ou seja, o índice de divulgação não é influenciado pelo setor ao qual a empresa adquirente pertence, pelo que não são os fenómenos ao nível industrial que explicam as variações nos níveis de divulgação. Embora não validando a expectativa inicial, esta conclusão está de acordo com alguns autores que referem que não existe uma relação entre os índices de divulgação e o setor de atividade.

5.3.3. Fase 3 (Fatores Geográficos)

No terceiro modelo, vamos então incluir a variável binária referente à origem geográfica da empresa adquirente, de acordo com os *clusters* definidos: países anglo-saxónicos e escandinavos *versus* países da Europa Continental. Os impactos verificados estão presentes na tabela seguinte:

Imagem 5 – Fase 3 (fatores geográficos)

Dependent Variable: INDDIV Method: Least Squares Date: 07/24/15 Time: 10:39 Sample: 1 200 Included observations: 200				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	99.42252	13.26872	7.493002	0.0000
DIM	-2.761493	1.103626	-2.502199	0.0132
PA	0.240189	0.080783	2.973250	0.0033
RA	0.618616	0.356435	1.735565	0.0842
AF	-0.192268	0.118625	-1.620805	0.1067
PBV	-0.612023	0.671939	-0.910832	0.3635
SA	1.066700	2.532920	0.421134	0.6741
OG	4.373191	2.595635	1.684825	0.0936
R-squared	0.159264	Mean dependent var	72.67435	
Adjusted R-squared	0.128612	S.D. dependent var	18.24790	
S.E. of regression	17.03408	Akaike info criterion	8.547487	
Sum squared resid	55710.70	Schwarz criterion	8.679420	
Log likelihood	-846.7487	Hannan-Quinn criter.	8.600878	
F-statistic	5.195908	Durbin-Watson stat	1.723875	
Prob(F-statistic)	0.000019			

De facto, podemos verificar que a origem geográfica da empresa adquirente é estatisticamente significativa para um nível de confiança de 10%. Com um coeficiente de 4,37%, podemos concluir que são as empresas sediadas em países anglo-saxónicos ou escandinavos aquelas que mais divulgam as suas operações de concentração empresarial. Esta conclusão está de acordo com a hipótese avançada no capítulo anterior e corrobora com as conclusões de diversos autores. As restantes variáveis mantêm os seus níveis de significância e os valores dos seus coeficientes.

O contributo desta variável binária é visível igualmente no coeficiente de determinação do modelo, o qual passa de 12,03% para 12,86%, aumentando assim o poder explicativo das variações verificadas no índice de divulgação.

5.3.4. Fase 4 (Fatores Normativos) – Modelo Desenvolvido

Por fim, neste quarto modelo, será averiguado o impacto do auditor selecionado para a certificação das contas nos níveis de divulgação das concentrações de atividades empresariais. Uma vez que estamos perante entidades auditadas pelas “*Big 4*”, será interessante perceber se existem diferenças materialmente relevantes entre estas ao nível do cumprimento das exigências de divulgação estabelecidas no normativo internacional. A tabela abaixo permite tirar algumas conclusões:

Imagem 6 – Fase 4 (fatores normativos)

Dependent Variable: INDDIV Method: Least Squares Date: 07/24/15 Time: 10:41 Sample: 1 200 Included observations: 200				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	101.8470	13.57042	7.505074	0.0000
DIM	-2.816176	1.110108	-2.536848	0.0120
PA	0.223561	0.083129	2.689326	0.0078
RA	0.584337	0.361409	1.616832	0.1076
AF	-0.186411	0.119512	-1.559766	0.1205
PBV	-0.619401	0.678420	-0.913005	0.3624
SA	0.221287	2.759291	0.080197	0.9362
OG	3.531983	2.762374	1.278604	0.2026
AUD1	-1.670687	3.518600	-0.474816	0.6355
AUD2	0.804149	3.382355	0.237748	0.8123
AUD3	-3.464479	3.803580	-0.910847	0.3635
R-squared	0.165226	Mean dependent var	72.67435	
Adjusted R-squared	0.121058	S.D. dependent var	18.24790	
S.E. of regression	17.10775	Akaike info criterion	8.570370	
Sum squared resid	55315.63	Schwarz criterion	8.751778	
Log likelihood	-846.0370	Hannan-Quinn criter.	8.643783	
F-statistic	3.740863	Durbin-Watson stat	1.726128	
Prob(F-statistic)	0.000133			

Com efeito, podemos concluir que o poder explicativo do auditor é insignificante, dados os *p-values* das três variáveis binárias (63,55%, 81,23% e 36,35%). No entanto, a origem geográfica da empresa adquirente deixa de ser relevante, bem como a rentabilidade do ativo deixa igualmente de ser estatisticamente significativa.

Neste contexto, será de salientar o efeito econométrico provocado pela adição de 3 novas variáveis, o qual se consubstancia numa diluição dos efeitos individuais das variáveis testadas e consequentemente da sua significância estatística. Ou seja, o R^2 passa dos 15,93% do modelo da Fase 3 para os 16,52% do modelo desenvolvido, dado o acréscimo de variáveis, revelando a problemática da utilização deste coeficiente de determinação para aferir da viabilidade do modelo. Quando se atenta ao R^2 ajustado, o qual penaliza a adição de variáveis com pouco poder explicativo, este passa de 12,86% para 12,11%, o que demonstra que a adição das variáveis respeitantes ao auditor acabam por retirar significância estatística ao próprio modelo.

As restantes variáveis mantêm o sentido inicial, pelo que apenas a dimensão da empresa adquirente e a relevância da aquisição na sua estrutura de balanço são estatisticamente determinantes na explicação das variações ocorridas no índice de divulgação.

5.3.5. Testes de Robustez

Tendo em conta a subjetividade presente na construção do índice de divulgação e na atribuição da pontuação aos processos estudados, decidimos testar a robustez dos resultados atingidos. Para tal, foi replicado o presente estudo mas atribuindo uma classificação binária. Em termos gerais, as principais ocorrências verificadas foram:

1) Diminuição do índice de divulgação médio, o qual passa de 72,67% para 66,25%. Uma vez que a postura se torna mais conservadora com uma escala binária, dado que apenas pontua se a empresa cumprir com todos os conteúdos divulgativos do parágrafo em análise, não deixa de ser normal a descida de cerca de 6 pontos percentuais.

2) Nos modelos referentes às fases 1, 2 e 3, a variável respeitante à rentabilidade dos ativos pré-aquisição deixa de ser estatisticamente significativa.

3) No modelo referente à fase 3, a origem geográfica passa a ser estatisticamente significativa para um nível de confiança de 95% (*p-value* de 2,67%) e apresenta um coeficiente superior em quase 2 pontos percentuais (6,19% *versus* 4,37%). Adicionalmente, o R^2 ajustado do modelo incrementa de 12,86% para 13,94%.

4) No modelo desenvolvido (fase 4), mesmo após a introdução das variáveis binárias referentes ao auditor, a origem geográfica mantém-se como estatisticamente significativa para um nível de erro de 10%, com um coeficiente positivo de 5,35%. Tal demonstra que as empresas sedeadas em países anglo-saxónicos e escandinavos apresentam, em média, um índice de divulgação superior em cerca de 5 pontos percentuais relativamente às empresas sedeadas na Europa Continental. O próprio coeficiente de determinação do modelo sofre um aumento dos 12,11% para os 13,20%.

5) Com exceção das alterações relatadas nas 4 primeiras alíneas, as variáveis explicativas e os próprios modelos apresentam coeficientes e valores bastante similares aos observados com a aplicação da escala qualitativa (ver anexo 6).

6) O coeficiente de correlação de Pearson entre a variável $INDDIV_A$ (índices de divulgação observados de acordo com a metodologia utilizada no presente estudo empírico) e a variável $INDDIV_B$ (índices de divulgação obtidos com a aplicação da escala binária, utilizada para o teste de robustez) apresenta um valor de 98%, para um nível de confiança de 99%, o que demonstra que as variáveis estão altamente correlacionadas. Deste modo, conseguimos validar a constatação da alínea anterior, ou seja, a de que as conclusões retiradas são bastante similares consoante se opte por um ou outro método de construção do índice de divulgação.

7) Por fim, decidimos efetuar um teste final, o qual se baseou na construção de um modelo cujas variáveis explicativas fossem as variáveis estatisticamente significativas atrás mencionadas, para os 2 métodos de mensuração do índice de divulgação:

7.1) **Escala binária:** o coeficiente de determinação (R^2 ajustado) apresenta um valor de 14,35% (o mais elevado de todos os modelos testados), sendo que a variável referente à relevância da aquisição nos ativos pré-aquisição da empresa adquirente é estatisticamente significativa para um nível de erro de 1%. Por sua vez, as variáveis respeitantes à dimensão da empresa adquirente e à sua origem geográfica são estatisticamente significativas para um nível de erro de 5%.

7.2) **Escala qualitativa:** o coeficiente de determinação (R^2 ajustado) observado atinge os 12,61% (mais baixo do que o coeficiente do modelo da fase 3), sendo que as variáveis PA, DIM e OG são estatisticamente significativas para um nível de erro de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

5.3.6. Conclusões prévias

- Ao contrário dos resultados obtidos no presente estudo, Ahmed e Courtis (1999), Hope (2003) e Galani *et al.* (2011) identificaram uma relação significativa e positiva entre os níveis de divulgação e a dimensão das empresas. Tsalavoutas e Dionysiou (2014) verificaram que o grau de cumprimento com as divulgações obrigatórias está positivamente associado à capitalização bolsista, outra *proxy*

utilizada para medir a dimensão da empresa. No entanto, neste estudo, os resultados obtidos são no sentido contrário ao esperado, isto é, quanto maior for a dimensão da empresa adquirente, menor será o índice de divulgação do processo de concentração empresarial. A explicação reside no facto de na presente dissertação o objeto de análise ser a operação individual, pelo que o procedimento foi o de verificar o cumprimento dos parágrafos divulgativos para cada operação em particular. Assim sendo, à medida que a empresa adquirente possui uma estrutura de balanço pré-aquisição mais robusta, menos impacto terá a empresa adquirida nos ativos consolidados.

- Monteiro (2013) e Baboukardos e Rimmel (2014) observam que quanto maior a proporção de goodwill sobre o total de ativos da empresa adquirente, maiores são os níveis de divulgação. Uma vez que tal só é possível quanto maior for o preço de aquisição sobre o justo valor dos ativos adquiridos e passivos assumidos, podemos depreender que os níveis de divulgação incrementam com a relevância da aquisição nos ativos consolidados. O presente estudo confirma o sinal esperado e a constatação de Shalev (2009) e de Tsalavoutas *et al.* (2014), que referem que o rácio entre o preço de aquisição e os ativos totais pré-aquisição da empresa adquirente é um dos que melhor explicam os índices de divulgação, bem como que a aquisição é individualmente material quando este é superior a 5%.
- Akman (2011), Kang e Gray (2011) e Tsalavoutas e Dionysiou (2014) observam que as empresas com melhor rentabilidade dos seus ativos divulgam mais informação. Nos modelos 1, 2 e 3 da presente dissertação, esta hipótese é validada, indo contra a expectativa inicial do estudo. No entanto, quando introduzida a variável respeitante ao auditor no modelo 4, a rentabilidade deixa de ter significância estatística. Tal conclusão está de acordo com Galani *et al.* (2011), os quais verificam que a rentabilidade é insignificante na explicação das variações dos níveis de divulgação.

- Na presente dissertação, a variável respeitante à autonomia financeira não é estatisticamente significativa, tal como no estudo de Othman e Zeghal (2010), embora esteja muito perto do nível de erro de 10%, com sinal negativo, o que significa que quanto menor for a autonomia financeira (e maior o nível de endividamento), maior tenderá a ser o nível de divulgação, tal como esperado inicialmente.
- Kang e Gray (2011) observam que as empresas com maior rácio *PBV* divulgam mais informação, dado que estas serão premiadas pelo mercado, prestando consequentemente mais e melhor informação aos *stakeholders* e assegurando que o mercado não está a sobreavaliar a empresa. No entanto, a presente dissertação concluiu que a variável respeitante ao potencial de crescimento da empresa adquirente não é estatisticamente significativa, validando os resultados de Othman e Zeghal (2010).
- Othman e Zeghal (2010) referiram que à medida que o nível de ativos intangíveis aumenta, as empresas acabam por incrementar os seus níveis de divulgação e de transparência, como é verificável pelo índice atingido pelo setor das empresas tecnológicas. No entanto, tal como Tsalavoutas (2011), podemos concluir que não há evidência de que o setor de atividade influencia o nível de cumprimento das divulgações obrigatórias da *IFRS 3*.
- Tsalavoutas *et al.* (2014) comprovam que as empresas sedeadas nos países de mentalidade anglo-saxónica divulgam mais informação ao mercado do que as empresas sedeadas nos países de mentalidade baseada em códigos (Europa Continental). Na presente dissertação, no momento da introdução da variável respeitante à origem geográfica no modelo 3, pudemos concluir pelo mesmo raciocínio, isto é, as empresas sedeadas nos países de origem anglo-saxónica e escandinava tendem a divulgar mais do que as sedeadas na Europa Continental, validando a expectativa inicial do estudo. No entanto, no modelo 4, com a consideração do auditor que certifica as contas, a origem geográfica deixa de ser estatisticamente significativa.

- Tsalavoutas (2011) conclui que a variável respeitante ao tipo de auditor é fundamental, uma vez que os clientes das firmas de auditoria mais reputadas no mercado cumprem muito mais intensamente com as divulgações obrigatórias. Ou seja, é a qualidade e o rigor transmitidos pelo auditor que mais contribuem para o cumprimento das divulgações. De acordo com o modelo 4 da presente dissertação, o auditor das “Big 4” que certifica as contas não é estatisticamente significativo, o que significa que o nível de exigência e de cumprimento acabam por ser bastante homogêneos entre as quatro firmas consideradas. Adicionalmente, verifica-se que a origem geográfica e a rentabilidade da empresa adquirente deixam de ser estatisticamente significativas, o que pode eventualmente denotar que o auditor é um fator de mitigação das divergências culturais, de mentalidade e de intenções dos gestores.
- No que diz respeito à significância estatística dos modelos apresentados, podemos verificar que a mesma varia entre os 12,03% na Fase 2 e os 12,86% na Fase 3. As variáveis explicativas apenas ajudam a compreender cerca de 12,11% da variação do índice de divulgação (modelo desenvolvido). Adicionalmente, podemos concluir que nenhum dos fatores estudados (idiossincráticos, industriais, geográficos e normativos) tem um impacto significativo na variação dos níveis de divulgação, pelo que existem outros fenómenos e outras razões que explicam o cumprimento com os parágrafos divulgativos da *IFRS* 3.
- Da aplicação dos testes de robustez, podemos referir que existem algumas diferenças ao nível da significância estatística das variáveis explicativas e dos próprios modelos, consoante se opte pela mensuração do índice de divulgação através de uma escala binária (0 e 1; postura mais conservadora) ou de uma escala qualitativa (0, 1 e 2; postura mais flexível): em primeiro lugar, todos os modelos apresentam um coeficiente de determinação ligeiramente superior com a escala binária, embora não materialmente relevante; em segundo lugar, a rentabilidade dos ativos pré-aquisição da empresa adquirente deixa de ser estatisticamente significativa nos 4 modelos; em terceiro lugar, a origem geográfica passa a ser estatisticamente significativa no modelo da fase 3 para um

nível de confiança de 95% e passa a ser significativa no modelo desenvolvido para um nível de confiança de 90%, mesmo quando perante a inclusão das 3 variáveis referentes ao auditor. Deste modo, conseguimos verificar que perante uma escala binária, a origem geográfica da empresa adquirente é um fator determinante dos seus níveis de divulgação, o que não ocorre se estivermos perante uma escala qualitativa. Assim, a dimensão da empresa adquirente, a relevância da aquisição na sua estrutura de balanço e a sua origem geográfica são estatisticamente determinantes na explicação das variações ocorridas no índice de divulgação.

- No estudo, será de salientar a média do índice de divulgação de 72,67%, o que revela que o cumprimento não é total. Se considerarmos o índice médio observado no teste de robustez com a escala binária (66,25%), ainda mais baixo se afigura o cumprimento normativo. Assim, se os reportes financeiros estão incompletos, então não serão eficazes a reduzir a assimetria de informação, impedindo adicionalmente uma melhor interpretação e comparabilidade aos utilizadores da informação financeira. Consequentemente, o custo de capital das empresas será incrementado, com as consequências nefastas para os *stakeholders*.

6. Conclusões

As sucessivas alterações ao enquadramento normativo das concentrações de atividades empresariais tornaram o seu processo divulgativo num fenómeno de complexidade elevada, dada a quantidade de informação exigida, bem como a sua natureza sensível. Com efeito, o presente estudo pretendeu averiguar se entre as empresas cotadas se verificavam discrepâncias ao nível do cumprimento das divulgações obrigatórias exigidas pela *IFRS* 3. Adicionalmente, estudaram-se os fatores determinantes dos índices de divulgação, com o intuito de compreender o que melhor explica as variações no cumprimento divulgativo.

Com base nos resultados obtidos, podemos concluir que existem disparidades entre as empresas estudadas, que não se observa um incremento regular dos níveis de divulgação ao longo do período em análise e que apenas a dimensão da empresa adquirente e a relevância da aquisição na sua estrutura de balanço têm impacto nos índices de divulgação atingidos.

Com o intuito de efetuar uma comparação com os estudos mencionados ao longo da presente dissertação, no que diz respeito ao índice de divulgação médio e ao coeficiente de determinação dos modelos utilizados, apresentamos o seguinte quadro:

Quadro 18 – Comparação entre estudos empíricos

Autor	ID médio	R² ajustado
Fekete <i>et al.</i> (2008)	62%	66%
Shalev (2009)	48,20%	18,4% - 28,9%
Othman e Zeghal (2010)	43,85%	58,64% - 75,71%
Tsalavoutas (2011)	72%	35% - 39%
Monteiro (2013)	67,70%	16%
Glaum <i>et al.</i> (2013)	73%	22,9% - 35,1%
Tsalavoutas e Dionysiou (2014)	70%	61%
Tsalavoutas <i>et al.</i> (2014)	81%	13,8% - 17%

Quanto ao índice de divulgação médio, podemos verificar que os valores obtidos com as escalas utilizadas no presente estudo (66,25% a 72,67%) atingem valores muito idênticos aos observados por outros autores. No entanto, será de salientar que a presente

dissertação se foca nas divulgações das concentrações de atividades empresariais, individualmente consideradas. Ou seja, enquanto alguns estudos dizem respeito ao cumprimento das normas de divulgação de outras *IFRS* ou da *IFRS* 3, mas em termos agregados, este estudo empírico é mais restrito ao analisar as aquisições específicas e o cumprimento divulgativo por parte da empresa adquirente. Deste modo, os coeficientes de determinação apurados (12,03% a 14,35%) podem revelar que as variáveis explicativas usadas - baseadas nos estudos indicados - não sejam as mais poderosas para estudar o fenómeno em causa. Ainda assim, os valores obtidos aproximam-se dos observados em Monteiro (2013) e Tsalavoutas *et al.* (2014).

Tal como argumentam Glaum e Street (2003), permanece uma questão em aberto o facto de praticamente nenhuma empresa receber uma opinião qualificada sobre o elevado grau de incumprimento das divulgações obrigatórias. Tal acaba por contribuir para a própria falta de legitimidade das normas internacionais e para criar uma atmosfera propícia ao não cumprimento. Deste modo, são levantadas questões muito sérias acerca da qualidade da auditoria efetuada e da adequação da supervisão dos mercados de capitais. Isto é, um reporte financeiro transparente e de elevada qualidade depende fortemente de uma auditoria de qualidade que aplique as normas internacionais de auditoria reconhecidas mundialmente e de um ambiente regulatório e de supervisão legitimado e eficaz, sob pena dos utilizadores da informação financeira serem penalizados.

Tal como refere Hope (2003), é mais fácil mudar as variáveis contabilísticas (adoção obrigatória das *IFRS* pelas empresas cotadas europeias) do que alterar a cultura dominante num país e as suas práticas de gestão. Na medida em que os efeitos culturais impactam nas práticas de reporte financeiro, será prudente ter em consideração as variações culturais no momento em que se pretende alterar a arquitetura contabilística existente num país.

Tsalavoutas *et al.* (2014) referem que existem alguns itens com os quais as empresas, independentemente da origem geográfica e do setor de atividade em que se inserem, não cumprem devidamente, o que pode ser interpretado como um sinal de que os conteúdos

dos parágrafos divulgativos não são claros ou são demasiado sensíveis para os preparadores da informação financeira. Uma vez que o *IASB* está num processo de revisão individual das divulgações, estes itens podem ser um bom ponto de partida para reduzir as interpretações assimétricas das exigências de divulgação.

Deste modo, o ideal será clarificar quais os conteúdos realmente necessários no momento da divulgação, bem como eliminar alguns parágrafos cuja relação custo-benefício não compense a divulgação, seja pelos custos demasiado elevados para o preparador da informação (tempo, meios informáticos, informação confidencial), seja pela falta de relevância para os utilizadores (impacto nulo para a tomada de decisões).

Apesar dos resultados obtidos e das limitações inerentes ao estudo empírico, considero que a presente dissertação consegue sublinhar a importância do cumprimento com as divulgações obrigatórias da *IFRS* 3. Num momento em que a União Europeia pretende alterar novamente as práticas contabilísticas, com a Diretiva Europeia da Contabilidade, a temática ganha uma importância redobrada. Tal ocorre porque este instrumento entra em conflito com a *IFRS* 3 e consequentemente com as práticas das empresas europeias cotadas, colocando em causa o imperativo da harmonização. Será assim importante observar os próximos desenvolvimentos sobre o tratamento contabilístico a conferir aos processos de concentração empresarial.

7. Investigação futura

Da revisão de literatura efetuada e do estudo empírico realizado, considero pertinentes as seguintes investigações futuras sobre a temática das concentrações empresariais:

- ✓ Considerar outras *proxies* (ex: mais ligadas a indicadores de mercado) e acrescentar outras variáveis para representar os fatores estudados na presente dissertação (idiossincráticos, industriais, geográficos e normativos): antiguidade da empresa (averiguar o efeito aprendizagem); forma de pagamento da aquisição (dinheiro ou ações da aquirente); aplicação do *full goodwill* ou *partial goodwill* (no caso de aquisições inferiores a 100%); entre outras.
- ✓ Explorar outros fatores (ex: monetários – diferenciar consoante a moeda de reporte; económicos – diferenciar consoante o contexto macroeconómico do país em que a empresa está sediada; governativos – diferenciar consoante a concentração acionista [estrutura concentrada ou dispersa], a dimensão e a composição dos conselhos de administração [número de administradores executivos e não executivos]).
- ✓ Efetuar um estudo com as empresas não cotadas dos principais países europeus e averiguar o impacto do tipo de auditor.
- ✓ Alargar o número de observações e o período em análise.
- ✓ Caso a Diretiva Europeia da Contabilidade se sobreponha à *IFRS 3*, no que diz respeito à amortização regular e periódica do *goodwill*, testar o impacto da medida ao nível dos índices de divulgação.

8. Referências bibliográficas

Ahmed, K. e J. K. Courtis (1999), “Associations Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis”, *British Accounting Review*, Vol.31, 35-61.

Akman, Nazh H. (2011), “The Effect of IFRS Adoption on Financial Disclosure: Does Culture Still Play a Role?”, *American International Journal of Contemporary Research*, Vol.1, Nº1, July 2011.

Archambault, J. J. e M. E. Archambault (2003), “A multinational test of determinants of corporate disclosure”, *The International Journal of Accounting*, Vol.38, 173-194.

Baboukardos, D. e G. Rimmel (2014), “Goodwill Under IFRS: Relevance and Disclosures in an Unfavorable Environment”, *Accounting Forum*, Vol.38, 1-17.

Bushee, B. e C. Leuz (2005), “Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation: Evidence from the OTC Bulletin Board”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, 233-264.

Cheung, S. Y., J. T. Connelly, P. Limpaphayom e L. Zhou (2006), “Determinants of Corporate Disclosure and Transparency: Evidence from Hong Kong and Thailand”, Working Paper, <http://cfrn.cn/cicf2006/cicf2006paper/20060111155540.pdf>, acessado em 30 de Março de 2015.

Churyk, Natalie T. (2005), “Reporting goodwill: are the new accounting standards consistent with market valuations?”, *Journal of Business Research* 58, 1353-1361.

Correia, Maria L. A. (2013), “Publicada finalmente a nova diretiva da contabilidade”, *Revisores e Auditores*, Abril-Junho 2013, 46-54.

Dong, M. e A. Stettler (2011), “Estimating Firm-Level and Country-Level Effects in Cross-Sectional Analyses: An Application of Hierarchical Modeling in Corporate Disclosure Studies”, *The International Journal of Accounting*, Vol.46, 271-303.

Fekete, S., D. Matis e J. Lukacs (2008), “Factors Influencing the Extent of Corporate Compliance with IFRS - The Case of Hungarian Listed Companies”, <http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/1020081/2.pdf>, acessado em 30 de Março de 2015.

Francis, J. R., I. K. Khurana, X. Martin e R. Pereira (2008), “The Role of Firm-Specific Incentives and Country Factors in Explaining Voluntary IAS Adoptions: Evidence from Private Firms”, *European Accounting Review*, Vol.17, No.2, 331-360.

Galani, D., A. Alexandridis e A. Stavropoulos (2011), “The Association Between the Firm Characteristics and Corporate Mandatory Disclosure: The Case of Greece”, *International Scholarly and Scientific Research & Innovation*, Vol.5(5), 78-84.

Glaum, M., P. Schmidt, D. L. Street e S. Vogel (2013), “Compliance with IFRS 3 and IAS 36 Required Disclosures Across 17 European Countries: Company and Country Level Determinants”, *Accounting and Business Research*, Vol.43, No.3, 163-204.

Glaum, M. e D. L. Street (2003), “Compliance with the Disclosure Requirements of Germany’s New Market: IAS versus US GAAP”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14:1, 64-100.

Henning, S. L., B. L. Lewis e W. H. Shaw (2000), “Valuation of the Components of Purchased Goodwill”, *Journal of Accounting Research*, Vol.38, No.2, Autumn 2000, 375-386.

Hodgdon, C., R. H. Tondkar, D. W. Harless e A. Adhikari (2008), “Compliance With IFRS Disclosure Requirements and Individual Analysts’ Forecast Errors”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol.17, 1-13.

Hope, Ole-Kristian (2003), “Firm-Level Disclosures and the Relative Roles of Culture and Legal Origin”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14:3, 218-248.

IFRS Foundation (2014), “International Financial Reporting Standard 3 – Business Combinations”.

Kang, H. H. e S. J. Gray (2011), "Reporting intangible assets: Voluntary disclosure practices of top emerging market companies", *The International Journal of Accounting*, 46(4): 402-423.

Kimbrough, Michael D. (2007), “Do Investors Rely on Purchase Price Allocation Disclosures?”, Harvard Business School, Boston, April 2007.

KPMG e S. Kaplan (2007), “The Determinants of M&A Success: What Factors Contribute to Deal Success?”, http://www.kpmg.com.au/portals/0/ts_determinants-of-ma-success2007.pdf, acessado em 30 de Março de 2015.

Mazzi, F., P. André, D. Dionysiou e I. Tsalavoutas (2014), “Goodwill Related Mandatory Disclosure and the Cost of Equity Capital”, <http://ssrn.com/abstract=2464154>, acessado em 30 de Março de 2015.

Michelin, Andrew (2008), “Purchase Price Allocation: From intangible to tangible”, *CA Magazine*, June/July 2008, Vol.141, Issue 5, 41-43.

Monteiro, Maria do Rosário V. A. (2013), “As divulgações sobre o teste de imparidade ao goodwill nas grandes empresas europeias”, Tese de Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Montiel, M. D. S. e F. L. Lamas (2007). “Normativo Contabilístico Internacional e o Goodwill nas Concentrações de Atividades Empresariais”, *TOC* 87, Junho 2007, 32-39.

Othman, H. B. e D. Zeghal (2010). “Investigating Transparency and Disclosure Determinants at Firm-Level in MENA Emerging Markets”, *Int. J. Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol.6, No.4, 2010, 368-396.

Paananen, Mari (2008), “Fair Value Accounting for Goodwill Under IFRS: An Exploratory Study of the Comparability in France, Germany and the United Kingdom”, <http://ssrn.com/abstract=1275803>, acessado em 30 de Março de 2015.

Parlamento Europeu e Conselho Europeu (2013), “Diretiva 2013/34/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013”, *Jornal Oficial da União Europeia*, Bruxelas, Junho 2013.

Pieri, Valerio (2010), “The Relevance and the Dynamics of Goodwill Values Under IAS/IFRS: Empirical Evidences from the 2005-2009 Consolidated Financial Statements of the Major Companies Listed in Italy”, <http://ssrn.com/abstract=1695892>, acessado em 30 de Março de 2015.

PWC (2011), “Mergers & acquisitions – a snapshot. Change the way you think about tomorrow’s deals. Did I buy a group of assets or a business? Why should I care?”, December 2011.

PWC, M. Glaum e S. Wyrwa (2011), “Making Acquisitions Transparent. Goodwill Accounting in Times of Crisis”, January 2011.

Ramanna, Karthik (2008), "The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting", *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3): 253-281.

Shalev, Ron (2009), “The Information Content of Business Combination Disclosure Level”, *The Accounting Review*, Vol.84, No.1, 239-270.

Shalev, R., I. X. Zhang e Y. Zhang (2013), “CEO Compensation and Fair Value Accounting: Evidence from Purchase Price Allocation”, *Journal of Accounting Research*, Vol.51, No.4, 819-854.

Silva, S.M. e M.C. Aleixo (2014), “A divulgação da informação das concentrações de atividades empresariais nas empresas do PSI 20 para o período 2009-2012”, XXIV Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica, Leiria, <http://comum.rcaap.pt/handle/123456789/6591>, acedido em 30 de Março de 2015.

Stenka, R., P. Ormrod e A. Chan (2008), “Accounting for Business Combinations – The Consequences of IFRS Adoption for UK Listed Companies”, <http://ssrn.com/abstract=1276826>, acedido em 30 de Março de 2015.

Tsalavoutas, I., P. André e D. Dionysiou (2014), “Worldwide Application of IFRS 3, IAS 38 and IAS 36, Related Disclosures and Determinants of Non-Compliance”, *Research Report 134*, The Association of Chartered Certified Accountants, May 2014, London.

Tsalavoutas, Ioannis (2011), "Transition to IFRS and compliance with mandatory disclosure requirements: What is the signal?", *Advances in Accounting*, 27(2): 390-405.

Tsalavoutas, I. e D. Dionysiou (2014), “Value Relevance of IFRS Mandatory Disclosure Requirements”, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol.15, No.1, 22-42.

Zhang, I. e Y. Zhang (2007), “Accounting Discretion and Purchase Price Allocation After Acquisitions”, HKUST Business School Research Paper No. 07-04.

Outras fontes eletrónicas

<http://www.bloomberg.com/markets/stocks/world-indexes/europe-africa-middle-east/>

http://www.icbenchmark.com/Site/ICB_Structure

<https://www.bportugal.pt/>

9. Anexos

9.1. Anexo 1 - Processos analisados

Nº	Empresa Adquirente	País	Setor de Atividade	Empresa Adquirida	Ano Operação	Valor (M€)
1	NOVARTIS AG	Suíça	Healthcare	ALCON INC.	2010	19.645
2	BAYER AG	Alemanha	Healthcare	MERCK	2014	11.177
3	NESTLE SA	Suíça	Consumer Goods	PFIZER INC.'S	2012	9.113
4	ROCHE HOLDING AG	Suíça	Healthcare	INTERMUNE INC.	2014	6.847
5	MERCK KGAA	Alemanha	Healthcare	MILLIPORE CORP	2010	5.137
6	GLENCORE	Reino Unido	Basic Materials	VITERRA INC.	2012	4.776
7	VOLKSWAGEN AG	Alemanha	Consumer Goods	PORSCHE AG	2012	4.495
8	ANGLO AMERICAN PLC	Reino Unido	Basic Materials	DB INVESTMENTS SA	2012	4.037
9	SOLVAY SA	Bélgica	Basic Materials	RHODIA SA	2011	4.013
10	AB INBEV NV	Bélgica	Consumer Goods	ORIENTAL BREWERY	2014	4.002
11	HEINEKEN NV	Holanda	Consumer Goods	FEMSA CERVEZA	2010	3.865
12	VOLKSWAGEN AG	Alemanha	Consumer Goods	MAN AG	2011	3.416
13	STATOIL ASA	Noruega	Oil and Gas	BRIGHAM EXP. CORP	2011	3.332
14	VOLKSWAGEN AG	Alemanha	Consumer Goods	PORSCHE SALZBURG	2011	3.314
15	R. D. SHELL PLC	Reino Unido	Oil and Gas	EAST RESOURCES INC.	2010	3.155
16	ASML HOLDING NV	Holanda	Technology	CYMER INC.	2013	3.120
17	IAG	Espanha	Consumer Services	IBERIA	2011	3.102
18	R. D. SHELL PLC	Reino Unido	Oil and Gas	REPSOL PORT SPAIN	2014	2.984
19	ABB LTD	Suíça	Industrials	THOMAS & BETTS	2012	2.939
20	SHIRE PLC	Irlanda	Healthcare	VIROPHARMA INC.	2014	2.898
21	OUTOKUMPU OYJ	Finlândia	Basic Materials	INOXUM GMBH	2012	2.720
22	UNILEVER PLC	Reino Unido	Consumer Goods	ALBERTO CULVER	2011	2.689
23	NESTLE SA	Suíça	Consumer Goods	KRAFT FOODS INC.'S	2010	2.675
24	GRIFOLS SA	Espanha	Healthcare	TALECRIS BIOTHEA	2011	2.593
25	GAS NATURAL SDG SA	Espanha	Utilities	C. G. ELECTRICIDAD SA	2014	2.519
26	LINDE AG	Alemanha	Oil and Gas	LINCARE HOLDINGS	2012	2.458
27	VEOLIA ENVIRON	França	Utilities	DALKIA SAS	2014	2.374
28	ABB LTD	Suíça	Industrials	BALDOR ELECTRIC	2011	2.322
29	SIEMENS AG	Alemanha	Industrials	INVENSYS RAIL GROUP	2013	2.036
30	LVMH	França	Consumer Goods	LORO PIANA SPA	2013	1.987
31	TDC A/S	Dinamarca	Telecommunications	GET AS	2014	1.728
32	SSAB AB	Suécia	Basic Materials	RAUTARUUKKI OYJ	2014	1.689
33	ALFA LAVAL AB	Suécia	Industrials	FRANK MOHN AS	2014	1.669
34	BABCOCK INTERN	Reino Unido	Industrials	VT GROUP PLC	2010	1.653
35	DET NORSKE OLJESE	Noruega	Oil and Gas	MARATHON OIL NORGE	2014	1.525
36	UNILEVER NV	Holanda	Consumer Goods	SARA LEE	2010	1.456
37	DIAGEO PLC	Reino Unido	Consumer Goods	MEY IÇKI SAN VE TIC AS	2011	1.438
38	VINCI SA	França	Industrials	CEGELEC HOLDING SA	2010	1.401
39	RIO TINTO PLC	Reino Unido	Basic Materials	TISAND (PTY) LTD	2012	1.314
40	SVENSKA CELLULOSA	Suécia	Consumer Goods	GEORGIA-PACIFIC	2012	1.292
41	ASSA ABLOY AB	Suécia	Industrials	CARDO AB	2011	1.265
42	GRIFOLS SA	Espanha	Healthcare	NOVARTIS	2014	1.215
43	NESTLE SA	Suíça	Consumer Goods	HSU FU CHI INT	2011	1.191
44	GLENCORE PLC	Reino Unido	Basic Materials	CARACAL ENERGY INC.	2014	1.165
45	SCHNEIDER ELECTRIC	França	Industrials	AREVA T&D SA	2010	1.138
46	VINCI SA	França	Industrials	ANA	2013	1.127
47	SAP AG	Alemanha	Technology	HYBRIS AG	2013	1.032
48	OMV AG	Áustria	Oil and Gas	PETROL OFISI AS	2010	1.008
49	SKF AB	Suécia	Industrials	KAYDON CORP	2013	997
50	ASTRAZENECA PLC	Reino Unido	Healthcare	ARDEA BIOSCIENCES	2012	980
51	ERICSSON	Suécia	Telecommunications	TELCORDIA TECH	2012	979
52	PRYSMIAN SPA	Itália	Industrials	DRAKA HOLDING NV	2011	978
53	TOTAL SA	França	Oil and Gas	SUNPOWER CORP	2011	974
54	RECKITT BENCKISER	Reino Unido	Consumer Goods	SCHIFF NUTRITION	2012	973
55	ADECCO SA	Suíça	Industrials	MPS GROUP INC.	2010	901
56	SOLVAY SA	Bélgica	Basic Materials	CHEMLOGICS INC.	2013	888
57	ATLAS COPCO AB	Suécia	Industrials	EDWARDS GROUP LTD	2014	878
58	ZON MULTIMÉDIA	Portugal	Telecommunications	OPTIMUS SA	2013	856
59	SAFRAN SA	França	Industrials	L-1 IDENTITY SOLUTIO	2011	819
60	KONINKLIJKE DSM NV	Holanda	Basic Materials	MARTEK BIOSCIENCES	2011	789
61	BASF SE	Alemanha	Basic Materials	BECKER UNDERWOOD	2012	748
62	BOSKALIS	Holanda	Industrials	SMIT INTERNAT	2010	732
63	BASF SE	Alemanha	Basic Materials	COGNIS GMBH	2010	704
64	TECHNIP SA	França	Industrials	GLOBAL INDUSTRIES	2011	700
65	SKF AB	Suécia	Industrials	LINCOLN HOLDINGS	2010	687
66	EXPERIAN PLC	Irlanda	Technology	PASSPORT HEALTH	2013	667
67	GKN PLC	Reino Unido	Industrials	VOLVO AERO AB	2012	644
68	CARREFOUR SA	França	Consumer Services	DIA SAS	2014	626
69	DELHAIZE GROUP SA	Bélgica	Consumer Services	DELTA MAXI DOO	2011	615
70	L'OREAL SA	França	Consumer Goods	MAGIC HOLDINGS	2014	615

Nº	Empresa Adquirente	País	Setor de Atividade	Empresa Adquirida	Ano Operação	Valor (M€)
71	SMITH & NEPHEW PLC	Reino Unido	Healthcare	HEALTHPOINT LTD'S	2012	604
72	YARA INTER	Noruega	Basic Materials	BUNGE	2013	600
73	SWATCH GROUP AG	Suíça	Consumer Goods	HW HOLDINGS INC.	2011	589
74	SEMAPA	Portugal	Industrials	SECIL	2012	574
75	DANONE SA	França	Consumer Goods	SOCIETE CENTRALE	2013	566
76	ABB LTD	Suíça	Industrials	POWER-ONE INC.	2013	559
77	ALFA LAVAL AB	Suécia	Industrials	AALBORG INDUSTRIES	2011	558
78	SHIRE PLC	Irlanda	Healthcare	ADVANCED BIOHEAL	2011	554
79	ASTRAZENECA PLC	Reino Unido	Healthcare	PEARL THERAPEUTICS	2013	544
80	RECKITT BENCKISER	Reino Unido	Consumer Goods	PARAS PHARMA	2011	529
81	BP PLC	Reino Unido	Oil and Gas	CN AÇÚCAR E ALCOOL	2011	528
82	PEARSON PLC	Reino Unido	Consumer Services	GRUPO MULTI HOLDING	2014	524
83	INTERTEK GROUP PLC	Reino Unido	Industrials	MOODY INTERN	2011	523
84	ARYZTA AG	Suíça	Consumer Goods	CLOVERHILL PASTRY	2014	516
85	GETINGE AB	Suécia	Healthcare	ATRIUM MEDICAL	2011	513
86	WEIR GROUP PLC, THE	Reino Unido	Industrials	SEABOARD HOLDINGS	2011	512
87	PEARSON PLC	Reino Unido	Consumer Services	EMBANETCOMPASS	2012	492
88	MEGGITT PLC	Reino Unido	Industrials	PACIFIC SCIENTIFIC	2011	484
89	SIEMENS AG	Alemanha	Industrials	EXPRO INTER	2012	469
90	ARYZTA AG	Suíça	Consumer Goods	FRESH START BAKERIES	2010	460
91	WARTSILA OYJ	Finlândia	Industrials	HAMWORTHY PLC	2012	456
92	PPR SA	França	Consumer Goods	VOLCOM INC.	2011	455
93	SCHNEIDER ELECTRIC	França	Industrials	LEADER HARVEST	2011	450
94	CARREFOUR SA	França	Consumer Services	G&G	2012	428
95	ELECTROLUX AB	Suécia	Consumer Goods	CTI COMPAÑIA TECNO	2011	424
96	BAYER AG	Alemanha	Healthcare	DIHON PHARMA	2014	401
97	PUBLICIS GROUPE SA	França	Consumer Services	ROSETTA MARKETING	2011	400
98	TULLOW OIL PLC	Reino Unido	Oil and Gas	SPRING ENERGY	2013	397
99	KONINKLIJKE DSM NV	Holanda	Basic Materials	OCEAN NUTRITION	2012	389
100	SWISSCOM AG	Suíça	Telecommunications	PUBLIGROUPE SA	2014	386
101	REED ELSEVIER PLC	Reino Unido	Consumer Services	ACCUTY HOLDINGS	2011	385
102	SANOFI-AVENTIS SA	França	Healthcare	BMP SUNSTONE	2011	384
103	CAP GEMINI SA	França	Technology	PROSODIE SA	2011	376
104	NOVARTIS AG	Suíça	Healthcare	GENOPTIX INC.	2011	361
105	KONINKLIJKE AHOLD	Holanda	Consumer Services	BOL.COM BV	2012	353
106	KONINKLIJKE DSM NV	Holanda	Basic Materials	TORTUGA	2013	350
107	BRITISH AMERICAN	Reino Unido	Consumer Goods	PRODUCTORA TABA	2011	346
108	SAFRAN SA	França	Industrials	SNPE MATÉRIAUX	2011	341
109	TELEKOM AUSTRIA AG	Áustria	Telecommunications	YESSS! TELEKOM	2013	340
110	ESSILOR INTER	França	Healthcare	FGX INTERNATIONAL	2010	338
111	SHIRE PLC	Irlanda	Healthcare	LUMENA PHARMA	2014	336
112	SANDVIK AB	Suécia	Industrials	VAREL INTERNATIONAL	2014	333
113	ASTRAZENECA PLC	Reino Unido	Healthcare	NOVEXEL SA	2010	331
114	AIR LIQUIDE SA	França	Basic Materials	GASMEDI 2000 SA	2012	330
115	DAVIDE CAMPARI	Itália	Consumer Goods	LASCELLES	2012	322
116	AIR LIQUIDE SA	França	Basic Materials	LVL MÉDICAL GROUPE	2012	316
117	PPR SA	França	Consumer Goods	BRIONI SPA	2012	300
118	ESSILOR INTER	França	Healthcare	COASTAL CONTACTS	2014	293
119	ASTRAZENECA PLC	Reino Unido	Healthcare	OMTHERA PHARMA	2013	292
120	ARYZTA AG	Suíça	Consumer Goods	KLEMME AG	2013	291
121	PEARSON PLC	Reino Unido	Consumer Services	CONNECTIONS EDUC	2011	290
122	ELECTROLUX AB	Suécia	Consumer Goods	OLYMPIC GROUP	2010	285
123	BAE SYSTEMS PLC	Reino Unido	Industrials	ATLANTIC MARINE	2010	276
124	EXPERIAN PLC	Irlanda	Technology	COMPUTEC SA	2011	269
125	KONINKLIJKE DSM NV	Holanda	Basic Materials	KENSEY NASH CORP	2012	267
126	KONINKLIJKE AHOLD	Holanda	Consumer Services	JUMBO GROEP	2012	265
127	MARINE HARVEST ASA	Noruega	Consumer Goods	MORPOL ASA	2013	264
128	GLAXOSMITHKLINE	Reino Unido	Healthcare	OKAIROS AG	2013	263
129	WEIR GROUP PLC, THE	Reino Unido	Industrials	MATHENA INC.	2013	260
130	MONDI PLC	Reino Unido	Industrials	NORDENIA INTER	2012	259
131	BRITISH SKY GROUP	Reino Unido	Consumer Services	BE UN LTD	2013	254
132	STATOIL ASA	Noruega	Oil and Gas	DONG GENERATION	2013	245
133	ROCHE HOLDING AG	Suíça	Healthcare	SANTARIS PHARMA	2014	244
134	VINCI SA	França	Industrials	ROYAL IMTECH NV'S	2014	238
135	C&C GROUP PLC	Irlanda	Consumer Goods	VERMONT HARD CIDER	2012	234
136	CARLSBERG A/S	Dinamarca	Consumer Goods	CHONGQING BEER	2014	234
137	RIO TINTO PLC	Reino Unido	Basic Materials	IVANHOE MINES LTD	2012	231
138	TECHNIP SA	França	Industrials	SHAW GROUP INC.	2012	228
139	NOVARTIS AG	Suíça	Healthcare	CORTHERA INC.	2010	227
140	EDB BUSINESS	Noruega	Technology	ERGOGROUP AS	2010	226

Nº	Empresa Adquirente	País	Setor de Atividade	Empresa Adquirida	Ano Operação	Valor (M€)
141	SVENSKA CELLULOSA	Suécia	Consumer Goods	EVERBEAUTY CORP	2012	223
142	ARYZTA AG	Suíça	Consumer Goods	PINERIDGE BAKERY	2014	221
143	ROCHE HOLDING AG	Suíça	Healthcare	CONSTITUTION MEDIC	2013	220
144	LANXESS AG	Alemanha	Consumer Goods	DSM ELASTOMERS BV	2011	219
145	CENTRICA PLC	Reino Unido	Utilities	BORD GAIS ENERGY	2014	206
146	GETINGE AB	Suécia	Healthcare	KINETIC CONCEPTS	2012	205
147	YARA INTER	Noruega	Basic Materials	GALVANI INDUSTRIA	2014	197
148	SAFRAN SA	França	Industrials	AEROSPACE POWER	2014	197
149	GLAXOSMITHKLINE	Reino Unido	Healthcare	LABS PHOENIX	2010	196
150	ESSILOR INTER	França	Healthcare	COSTA INC.	2014	196
151	BRITISH SKY GROUP	Reino Unido	Consumer Services	VIRGIN MEDIA	2010	196
152	OPERA SOFTWARE	Noruega	Technology	ADCOLONY INC.	2014	192
153	GLAXOSMITHKLINE	Reino Unido	Healthcare	MAXINUTRITION	2011	188
154	KONINKLIJKE AHOLD	Holanda	Consumer Services	SPAR CIESKA	2014	187
155	ROCHE HOLDING AG	Suíça	Healthcare	GENIA TECHNOLOGIES	2014	187
156	SAINT-GOBAIN SA	França	Industrials	BROSSETTE SA	2012	186
157	BAE SYSTEMS PLC	Reino Unido	Industrials	PERIMETER INTERNET	2014	179
158	SKG	Irlanda	Industrials	ORANGE COUNTY	2012	176
159	KERRY GROUP PLC	Irlanda	Consumer Goods	CARGILL FLAVOR	2011	173
160	ROCHE HOLDING AG	Suíça	Healthcare	ANADYS PHARMA	2011	172
161	L'OREAL SA	França	Consumer Goods	CADUM SA	2012	171
162	VALEO SA	França	Consumer Goods	NILES CO., LTD	2011	168
163	AKZO NOBEL NV	Holanda	Industrials	SCHRAMM HOLDING	2011	167
164	DIAGEO PLC	Reino Unido	Consumer Goods	META ABO BREWERY	2012	164
165	UNILEVER PLC	Reino Unido	Consumer Goods	COLGATE-PALMOLIVE	2011	161
166	SGS SA	Suíça	Industrials	GENERAL DE SERVICIOS	2010	158
167	ENI SPA	Itália	Oil and Gas	NUON BELGIUM NV	2012	157
168	ADECCO SA	Suíça	Industrials	DRAKE BEAM MORIN	2011	156
169	EXPERIAN PLC	Irlanda	Technology	MIGHTY NET INC.'S	2010	154
170	REED ELSEVIER PLC	Reino Unido	Consumer Services	FIRCOSOFT SAS	2014	150
171	AGGREKO PLC	Reino Unido	Industrials	CB LOCAÇÕES	2012	150
172	ABB LTD	Suíça	Industrials	NEWAVE ENERGY	2012	140
173	SANOFI-AVENTIS SA	França	Healthcare	TARGEGEN INC.	2010	140
174	EXPERIAN PLC	Irlanda	Technology	MEDICAL PRESENT	2011	135
175	JOHNSON MATTHEY	Reino Unido	Basic Materials	FORMOX AB	2013	134
176	PEARSON PLC	Reino Unido	Consumer Services	EDUCATION DEVELOP	2011	134
177	ATLAS COPCO AB	Suécia	Industrials	QUINCY COMPRESSOR	2010	133
178	DAVIDE CAMPARI	Itália	Consumer Goods	FORTY CREEK	2014	132
179	SIEMENS AG	Alemanha	Industrials	SITECO	2011	132
180	KINGSPAN GROUP PLC	Irlanda	Industrials	CRH PLC	2011	128
181	WEIR GROUP PLC, THE	Reino Unido	Industrials	LINATEX CONSO	2010	126
182	ARYZTA AG	Suíça	Consumer Goods	GREAT KITCHENS INC.	2010	123
183	SHIRE PLC	Irlanda	Healthcare	FERROKIN BIO	2012	123
184	SKF AB	Suécia	Industrials	BLOHM + VOSS	2013	116
185	ASSA ABLOY AB	Suécia	Industrials	ACTIVITYENTITY CORP	2010	112
186	CARGOTEC OYJ	Finlândia	Industrials	HATLAPA INTER	2013	112
187	PEARSON PLC	Reino Unido	Consumer Services	MELORIO PLC	2010	110
188	YARA INTERNATIONAL	Noruega	Basic Materials	BURRUP HOLDINGS	2012	107
189	GLANBIA PLC	Irlanda	Consumer Goods	ISOPURE COMPANY	2014	107
190	GLANBIA PLC	Irlanda	Consumer Goods	BIO-ENGINEERED	2011	103
191	IAG	Espanha	Consumer Services	BRITISH MIDLAND	2012	101
192	ASSA ABLOY AB	Suécia	Industrials	ALBANY DOOR SYST	2012	100
193	CAPITA PLC	Reino Unido	Industrials	UPDATA INFRA	2014	100
194	SKF AB	Suécia	Industrials	GENERAL BEARING	2012	98
195	CAPITA GROUP PLC	Reino Unido	Industrials	SUNGARD	2010	97
196	PEARSON PLC	Reino Unido	Consumer Services	TUTORVISTA GLOBAL	2011	92
197	TELIASONERA AB	Suécia	Telecommunications	KAZNET MEDIA TOO	2013	84
198	OPERA SOFTWARE	Noruega	Technology	SKYFIRE LABS INC.	2013	68
199	LEROF SEAFOOD	Noruega	Consumer Goods	SJØTROLL HAVBRUK AS	2010	65
200	GALP ENERGIA SGPS	Portugal	Oil and Gas	GAS NATURAL	2010	58

9.2. Anexo 2 - Parágrafos da IFRS 3 analisados e pontuação atribuída

Parágrafo	Divulgação	Escala a utilizar
B64	To meet the objective in paragraph 59, the acquirer shall disclose the following information for each business combination that occurs during the reporting period:	N/A
(a)	the <u>name</u> and a <u>description</u> of the acquiree	0 - 2
(b)	the <u>acquisition date</u>	0 - 1
(c)	the <u>percentage of voting equity interests acquired</u>	0 - 1
(d)	the <u>primary reasons</u> for the business combination and a description of <u>how the acquirer obtained control</u> of the acquiree	0 - 2
(e)	a <u>qualitative description of the factors that make up the goodwill recognised</u> , such as expected synergies from combining operations of the acquiree and the acquirer, intangible assets that do not qualify for separate recognition or other factors	0 - 1
(f)	the <u>acquisition-date fair value of the total consideration transferred</u> and the <u>acquisition-date fair value of each major class of consideration</u> , such as: cash; other tangible or intangible assets, including a business or subsidiary of the acquirer; liabilities incurred, for example, a liability for contingent consideration; equity interests of the acquirer, including the number of instruments or interests issued or issuable and the method of measuring the fair value of those instruments or interests	0 - 2
(g)	for contingent consideration arrangements and indemnification assets	Se aplicável:
(g.1)	the <u>amount recognised as of the acquisition date</u>	0 - 1
(g.2)	a <u>description of the arrangement</u> and the <u>basis for determining the amount of the payment</u>	0 - 2
(g.3)	an <u>estimate of the range of outcomes</u> (undiscounted) or, if a range cannot be estimated, that fact and the reasons why a range cannot be estimated. If the maximum amount of the payment is unlimited, the acquirer shall disclose that fact	0 - 1
(h)	for acquired receivables:	Se aplicável:
(h.1)	the <u>fair value of the receivables</u>	0 - 1
(h.2)	the <u>gross contractual amounts receivable</u>	0 - 1
(h.3)	the best estimate at the acquisition date of the <u>contractual cash flows not expected to be collected</u>	0 - 1
(i)	the amounts recognised as of the acquisition date for each major class of <u>assets acquired</u> and <u>liabilities assumed</u>	0 - 2

Parágrafo	Divulgação	Escala a utilizar
(j)-1	for each contingent liability recognised in accordance with paragraph 23, the information required in paragraph 85 of IAS 37 Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets.	Se aplicável:
IAS 37, P85, a)	a brief description of the <u>nature of the obligation</u> and the <u>expected timing of any resulting outflows</u> of economic benefits	0 - 2
IAS 37, P85, b)	<u>an indication of the uncertainties about the amount or timing of those outflows</u> . Where necessary to provide adequate information, an entity shall disclose the major assumptions made concerning future events	0 - 1
IAS 37, P85, c)	<u>the amount of any expected reimbursement</u> , stating the amount of any asset that has been recognised for that expected reimbursement	0 - 1
(j)-2	If a contingent liability is not recognised because its fair value cannot be measured reliably, the acquirer shall disclose:	Se aplicável:
(j)-2.1	the information required by paragraph 86 of IAS 37:	Se aplicável:
IAS 37, P86	an entity shall disclose for each class of contingent liability at the end of the reporting period <u>a brief description of the nature of the contingent liability</u> and, where practicable:	0 - 1 Se aplicável:
IAS 37, P86, a)	<u>an estimate of its financial effect</u>	0 - 1
IAS 37, P86, b)	<u>an indication of the uncertainties</u> relating to the amount or timing of any outflow	0 - 1
IAS 37, P86, c)	<u>the possibility of any reimbursement</u>	0 - 1
(j)-2.2	<u>the reasons why the liability cannot be measured reliably</u>	0 - 1
(k)	the total amount of <u>goodwill that is expected to be deductible for tax purposes</u>	0 - 1
(n)	in a bargain purchase:	Se aplicável:
(n.1)	the <u>amount of any gain recognised</u> in accordance with paragraph 34 and the <u>line item in the statement of comprehensive income in which the gain is recognised</u>	0 - 2
(n.2)	a description of the <u>reasons why the transaction resulted in a gain</u>	0 - 1

Parágrafo	Divulgação	Escala a utilizar
(o)	for each business combination in which the acquirer holds less than 100 per cent of the equity interests in the acquiree at the acquisition date:	Se aplicável:
(o.1)	the <u>amount of the non-controlling interest</u> in the acquiree recognised at the acquisition date <u>and the measurement basis</u> for that amount	0 - 2
(o.2)	for each non-controlling interest in an acquiree measured at fair value, <u>the valuation technique(s)</u> and <u>significant inputs</u> used to measure that value	Se aplicável: 0 - 2
(p)	in a business combination achieved in stages:	Se aplicável:
(p.1)	<u>the acquisition-date fair value of the equity interest in the acquiree held</u> by the acquirer immediately before the acquisition date	0 - 1
(p.2)	<u>the amount of any gain or loss recognised as a result of remeasuring to fair value</u> the equity interest in the acquiree held by the acquirer before the business combination <u>and the line item in the statement of comprehensive income in which that gain or loss is recognised</u>	0 - 2
(q)	the following information:	N/A
(q.1)	the amounts of <u>revenue</u> and <u>profit or loss</u> of the acquiree <u>since the acquisition date included in the consolidated statement of comprehensive income</u> for the reporting period	0 - 2
(q.2)	the <u>revenue</u> and <u>profit or loss</u> of the combined entity for the current reporting period <u>as though the acquisition date</u> for all business combinations that occurred during the year <u>had been as of the beginning of the annual reporting period</u>	0 - 2
B67	To meet the objective in paragraph 61, the acquirer shall disclose the following information for each material business combination or in the aggregate for individually immaterial business combinations that are material collectively:	N/A
(a)	if the initial accounting for a business combination is incomplete (see paragraph 45) for particular assets, liabilities, non-controlling interests or items of consideration and the amounts recognised in the financial statements for the business combination thus have been determined only provisionally:	Se aplicável:
(a.1)	<u>the reasons why the initial accounting for the business combination is incomplete</u>	0 - 1
(a.2)	<u>the assets, liabilities, equity interests</u> or <u>items of consideration for which the initial accounting is incomplete</u>	0 - 1
(a.3)	the <u>nature</u> and <u>amount of any measurement period adjustments recognised during the reporting period</u> in accordance with paragraph 49.	0 - 2

9.3. Anexo 3 - Folha de recolha dos dados relativos às variáveis explicativas

Fusões & Aquisições		
Nº Processo		Número do processo constante no Anexo 1
Empresa Adquirente		Nome da empresa adquirente, como constante no Anexo 1
Ativos Totais		Ativos totais no exercício económico imediatamente anterior ao ano da aquisição
Resultado Líquido		Resultado líquido no exercício económico imediatamente anterior ao ano da aquisição
Capitais Próprios		Capitais próprios no exercício económico imediatamente anterior ao ano da aquisição
Capitalização Bolsista		Capitalização bolsista no exercício económico imediatamente anterior ao ano da aquisição, à data de fecho de contas
Preço de Aquisição		Consideração atribuída no processo de concentração empresarial
Setor de Atividade		Setor de atividade, como constante no índice ICB
Auditor		Firma de auditoria que certifica as contas no ano da aquisição
Origem Geográfica		País no qual a empresa adquirente está sediada

9.4. Anexo 4 – Índice de divulgação dos parágrafos aplicáveis

Secção	Parágrafo	Divulgação	Observações	Total
B64	(g.1)	the <u>amount recognised as of the acquisition date</u>	33	100,00%
B64	(n.2)	a description of the <u>reasons why the transaction resulted in a gain</u>	1	100,00%
B64	IAS 37, P85, c)	the <u>amount of any expected reimbursement</u> , stating the amount of any asset that has been recognised for that expected reimbursement	1	100,00%
B64	(n.1)	the <u>amount of any gain recognised</u> in accordance with paragraph 34 and the <u>line item in the statement of comprehensive income in which the gain is recognised</u>	1	100,00%
B64	(a)	the <u>name</u> and a <u>description</u> of the acquiree	200	99,75%
B64	(b)	the <u>acquisition date</u>	200	97,00%
B64	(c)	the <u>percentage of voting equity interests acquired</u>	200	92,50%
B64	(d)	the <u>primary reasons</u> for the business combination and a description of <u>how the acquirer obtained control</u> of the acquiree	200	90,75%
B64	(f)	the <u>acquisition-date fair value of the total consideration transferred</u> and the <u>acquisition-date fair value of each major class of consideration</u> , such as: cash; other tangible or intangible assets, including a business or subsidiary of the acquirer; liabilities incurred, for example, a liability for contingent consideration; equity interests of the acquirer, including the number of instruments or interests issued or issuable and the method of measuring the fair value of those instruments or interests	200	86,25%
B64	(o.1)	the <u>amount of the non-controlling interest</u> in the acquiree recognised at the acquisition date <u>and the measurement basis</u> for that amount	21	85,71%
B64	(p.2)	the <u>amount of any gain or loss recognised as a result of remeasuring to fair value</u> the equity interest in the acquiree held by the acquirer before the business combination <u>and the line item in the statement of comprehensive income in which that gain or loss is recognised</u>	14	85,71%
B64	(i)	the amounts recognised as of the acquisition date for each major class of <u>assets acquired</u> and <u>liabilities assumed</u>	200	85,50%
B64	(o.2)	for each non-controlling interest in an acquiree measured at fair value, <u>the valuation technique(s)</u> and <u>significant inputs</u> used to measure that value	5	80,00%
B64	(p.1)	the <u>acquisition-date fair value of the equity interest in the acquiree held</u> by the acquirer immediately before the acquisition date	14	78,57%
B64	(e)	a <u>qualitative description of the factors that make up the goodwill recognised</u> , such as expected synergies from combining operations of the acquiree and the acquirer, intangible assets that do not qualify for separate recognition or other factors	194	78,35%
B64	IAS 37, P85, a)	a brief description of the <u>nature of the obligation</u> and the <u>expected timing of any resulting outflows</u> of economic benefits	16	78,13%
B64	(g.2)	a <u>description of the arrangement</u> and the <u>basis for determining the amount of the payment</u>	33	77,27%
B64	(q.1)	the amounts of <u>revenue</u> and <u>profit or loss</u> of the acquiree <u>since the acquisition date included in the consolidated statement of comprehensive income</u> for the reporting period	187	73,80%
B64	IAS 37, P85, b)	<u>an indication of the uncertainties about the amount or timing of those outflows</u> . Where necessary to provide adequate information, an entity shall disclose the major assumptions made concerning future events	15	73,33%
B64	(q.2)	the <u>revenue</u> and <u>profit or loss</u> of the combined entity for the current reporting period <u>as though the acquisition date</u> for all business combinations that occurred during the year <u>had been as of the beginning of the annual reporting period</u>	188	71,54%
B64	(g.3)	an <u>estimate of the range of outcomes</u> (undiscounted) or, if a range cannot be estimated, that fact and the reasons why a range cannot be estimated. If the maximum amount of the payment is unlimited, the acquirer shall disclose that fact	33	69,70%
B64	IAS 37, P86	an entity shall disclose for each class of contingent liability at the end of the reporting period <u>a brief description of the nature of the contingent liability</u> and, where practicable:	3	66,67%
B64	(h.1)	the <u>fair value of the receivables</u>	200	61,50%
B67	(a.1)	the <u>reasons why the initial accounting for the business combination is incomplete</u>	130	57,69%
B64	(k)	the total amount of <u>goodwill that is expected to be deductible for tax purposes</u>	194	54,12%
B67	(a.3)	the <u>nature</u> and <u>amount of any measurement period adjustments recognised during the reporting period</u> in accordance with paragraph 49.	157	48,73%
B64	(h.2)	the <u>gross contractual amounts receivable</u>	199	25,63%
B64	(h.3)	the best estimate at the acquisition date of the <u>contractual cash flows not expected to be collected</u>	199	25,63%
B67	(a.2)	the <u>assets, liabilities, equity interests</u> or <u>items of consideration for which the initial accounting is incomplete</u>	130	25,38%

9.5. Anexo 5 – Teste de White (Hipótese de Heterocedasticidade)

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	1.147685	Prob. F(20,179)	0.3057	
Obs*R-squared	22.73164	Prob. Chi-Square(20)	0.3022	
Scaled explained SS	20.76757	Prob. Chi-Square(20)	0.4109	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 07/24/15 Time: 10:32				
Sample: 1 200				
Included observations: 200				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-141.6359	2467.183	-0.057408	0.9543
DIM^2	-8.168120	18.87852	-0.432667	0.6658
DIM*PA	-0.485404	2.972141	-0.163318	0.8705
DIM*RA	-8.292548	8.835186	-0.938582	0.3492
DIM*AF	1.734147	2.555097	0.678701	0.4982
DIM*PBV	-0.081265	18.41006	-0.004414	0.9965
DIM	169.1265	419.0326	0.403612	0.6870
PA^2	0.105219	0.055316	1.902167	0.0588
PA*RA	0.377423	0.469453	0.803964	0.4225
PA*AF	-0.105746	0.245146	-0.431358	0.6667
PA*PBV	-0.324067	0.852237	-0.380255	0.7042
PA	-4.655997	29.99257	-0.155238	0.8768
RA^2	1.661336	1.266600	1.311650	0.1913
RA*AF	-1.817152	1.234556	-1.471908	0.1428
RA*PBV	-7.545291	6.135654	-1.229745	0.2204
RA	133.9542	116.9802	1.145101	0.2537
AF^2	0.295907	0.217412	1.361042	0.1752
AF*PBV	3.578445	2.269641	1.576657	0.1166
AF	-36.79079	33.05804	-1.112915	0.2672
PBV^2	6.185697	5.782983	1.069638	0.2862
PBV	-106.5421	226.2365	-0.470933	0.6383
R-squared	0.113658	Mean dependent var	282.7526	
Adjusted R-squared	0.014626	S.D. dependent var	395.0170	
S.E. of regression	392.1177	Akaike info criterion	14.88007	
Sum squared resid	27522376	Schwarz criterion	15.22639	
Log likelihood	-1467.007	Hannan-Quinn criter.	15.02022	
F-statistic	1.147685	Durbin-Watson stat	1.709530	

9.6. Anexo 6 – Testes de Robustez

Fase 1

Dependent Variable: INDDIV
Method: Least Squares
Date: 09/04/15 Time: 13:36
Sample: 1 200
Included observations: 200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	103.2775	13.42588	7.692420	0.0000
DIM	-3.756205	1.128764	-3.327714	0.0010
PA	0.231610	0.086559	2.675751	0.0081
RA	0.555711	0.378669	1.467537	0.1438
AF	-0.152636	0.127553	-1.196648	0.2329
PBV	-0.311985	0.718400	-0.434278	0.6646
R-squared	0.147444	Mean dependent var	66.25133	
Adjusted R-squared	0.125471	S.D. dependent var	19.59992	
S.E. of regression	18.32910	Akaike info criterion	8.684398	
Sum squared resid	65175.48	Schwarz criterion	8.783348	
Log likelihood	-862.4398	Hannan-Quinn criter.	8.724442	
F-statistic	6.710232	Durbin-Watson stat	1.698767	
Prob(F-statistic)	0.000009			

Fase 2

Dependent Variable: INDDIV
Method: Least Squares
Date: 09/04/15 Time: 13:37
Sample: 1 200
Included observations: 200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	102.9629	13.48123	7.637499	0.0000
DIM	-3.752842	1.131299	-3.317285	0.0011
PA	0.232138	0.086762	2.675578	0.0081
RA	0.533768	0.383906	1.390361	0.1660
AF	-0.154423	0.127923	-1.207161	0.2288
PBV	-0.331091	0.721757	-0.458729	0.6469
SA	1.028031	2.714731	0.378686	0.7053
R-squared	0.148077	Mean dependent var	66.25133	
Adjusted R-squared	0.121593	S.D. dependent var	19.59992	
S.E. of regression	18.36971	Akaike info criterion	8.693656	
Sum squared resid	65127.09	Schwarz criterion	8.809097	
Log likelihood	-862.3656	Hannan-Quinn criter.	8.740373	
F-statistic	5.591070	Durbin-Watson stat	1.698715	
Prob(F-statistic)	0.000023			

Fase 3

Dependent Variable: INDDIV
Method: Least Squares
Date: 09/04/15 Time: 13:37
Sample: 1 200
Included observations: 200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	92.36263	14.16363	6.521112	0.0000
DIM	-2.935912	1.178061	-2.492156	0.0135
PA	0.249518	0.086232	2.893566	0.0042
RA	0.491468	0.380475	1.291723	0.1980
AF	-0.156495	0.126625	-1.235888	0.2180
PBV	-0.473415	0.717258	-0.660035	0.5100
SA	1.696384	2.703754	0.627418	0.5311
OG	6.186098	2.770699	2.232685	0.0267
R-squared	0.169636	Mean dependent var	66.25133	
Adjusted R-squared	0.139362	S.D. dependent var	19.59992	
S.E. of regression	18.18295	Akaike info criterion	8.678024	
Sum squared resid	63478.99	Schwarz criterion	8.809957	
Log likelihood	-859.8024	Hannan-Quinn criter.	8.731415	
F-statistic	5.603420	Durbin-Watson stat	1.724582	
Prob(F-statistic)	0.000007			

Fase 4

Dependent Variable: INDDIV
Method: Least Squares
Date: 09/04/15 Time: 13:36
Sample: 1 200
Included observations: 200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	94.80501	14.48484	6.545118	0.0000
DIM	-3.002487	1.184912	-2.533934	0.0121
PA	0.230441	0.088731	2.597083	0.0101
RA	0.447275	0.385762	1.159460	0.2477
AF	-0.151564	0.127565	-1.188130	0.2363
PBV	-0.496694	0.724135	-0.685914	0.4936
SA	0.896035	2.945222	0.304233	0.7613
OG	5.347001	2.948513	1.813457	0.0713
AUD1	-1.075576	3.755696	-0.286385	0.7749
AUD2	1.391720	3.610270	0.385489	0.7003
AUD3	-3.476054	4.059879	-0.856196	0.3930
R-squared	0.175620	Mean dependent var	66.25133	
Adjusted R-squared	0.132002	S.D. dependent var	19.59992	
S.E. of regression	18.26054	Akaike info criterion	8.700791	
Sum squared resid	63021.53	Schwarz criterion	8.882199	
Log likelihood	-859.0791	Hannan-Quinn criter.	8.774204	
F-statistic	4.026324	Durbin-Watson stat	1.726742	
Prob(F-statistic)	0.000051			